

Supervisión del consejo de administración y estructura de propiedad como determinantes de la retribución de la alta dirección

Monitoring board of directors and ownership structure as determinants of the pay of executive



María Encarnación Lucas Pérez
Universidad de Murcia, Murcia - España
me.lucas@um.es

Juan Samuel Baixauli Soler
Universidad de Murcia, Murcia - España
sbaixaul@um.es

Fecha de recepción: 02/09/2012

Fecha de aprobación: 03/12/2012

Resumen

Este trabajo analiza el papel que desempeña el consejo de administración y la estructura de propiedad sobre la supervisión y determinación del sistema retributivo de los altos directivos. El análisis se realiza para el conjunto de empresas españolas que cotizan en el mercado bursátil durante el periodo 2004-2010. Los resultados muestran que el paquete retributivo de los altos directivos se caracteriza por un escaso peso de la parte variable y por un bajo empleo de las opciones sobre acciones. Asimismo, se evidencia que las características de los consejos de administración no ejercen una influencia significativa en la retribución vinculada a resultados, siendo el tipo de propietario mayoritario quien determina la eficacia supervisora del consejo sobre el diseño retributivo.

Palabras clave: *retribución de los altos directivos, gobierno corporativo, consejo de administración, estructura de propiedad.*

Abstract

This paper examines the role of board of directors and ownership structure on the effectiveness of executive pay design. An analysis performed on the whole Spanish listed firms in the period 2004-2010 showed that executive pay is characterized by a low variable compensation proportion –both bonus and stock options– as well as by the lack of connection with firm performance. Also, results evidence that boards' monitoring do not exert significant influence on variable compensation, being the type of majority owner, through the board, who mainly determine executive pay effectiveness.

Keywords: *executive pay, corporate governance, board of directors, ownership structure.*

1. Introducción

Según explica Michael Jensen y sus colaboradores en la Teoría de Agencia (Jensen y Meckling, 1976; Jensen y Murphy, 1990), los altos directivos de las organizaciones contemporáneas suelen actuar como agentes de los propietarios a través de un contrato implícito, respecto del cual resulta preciso establecer ciertos sistemas de control debido a la posible divergencia de intereses existente entre unos y otros. En efecto, mientras que los propietarios tienen como objetivo incrementar la rentabilidad del capital invertido, los directivos tratan de satisfacer su deseo de reconocimiento y de poder –por ejemplo, sobredimensionando la empresa con inversiones y adquisiciones poco rentables.

Este problema de riesgo moral, que puede generar ineficiencias organizativas y reducciones del valor de la empresa, es especialmente importante en grandes compañías que cotizan en el mercado de valores, en las que existe una clara separación entre propiedad y dirección: la propiedad suele estar repartida entre numerosos pequeños accionistas con una fracción reducida del capital que no les permite controlar las actuaciones de los altos directivos, los cuales disponen de cierto margen para actuar de manera oportunista.

Uno de los mecanismos más poderosos para mitigar y solventar este problema es la retribución. Un diseño adecuado del nivel retributivo, de la proporción de salario fijo/variable y de los sistemas de incentivos puede producir

el alineamiento automático de intereses, de forma que la prioridad individual de los altos directivos produzca como efecto el enriquecimiento de los accionistas (Jensen y Murphy, 1990).

El diseño y formulación de los contratos en los que se reflejan estos paquetes retributivos “alineados” depende de factores muy relacionados con el gobierno corporativo de las empresas (Core *et al.*, 1999; Cyert *et al.*, 2002), especialmente de los mecanismos de control. Desde una perspectiva de agencia, se propone que los propietarios establezcan una serie de mecanismos de control para salvaguardar sus intereses y, a través del establecimiento de la retribución directiva, supervisar las actuaciones y decisiones de los

altos directivos (Jensen y Murphy, 1990; Murphy, 1999). De entre estos mecanismos la literatura ha destacado el papel desempeñado por el consejo de administración y la estructura de propiedad (Hermalin y Weisbach, 2003; Khan *et al.*, 2005).

En este sentido, los estudios realizados a nivel internacional han coincidido en señalar que cuando los consejos de administración tienen una mayor independencia y eficacia –medidas a través de su tamaño, composición y estructura (Boyd, 1995; Yermack, 1996; Conyon y Peck, 1998; Vafeas, 2003)- el diseño retributivo de los altos directivos se caracteriza por una mayor retribución vinculada a resultados, alineando de este modo los intereses entre propietarios y altos directivos (Jensen, 1993; Core *et al.*, 1999).

No obstante, las características del consejo de administración se van a ver muy influenciadas por el tipo de estructura de propiedad de las empresas (Bathala y Rao, 1995; Donnelly y Kelly, 2005). Los estudios coinciden al señalar que una mayor concentración de propiedad favorece una mayor supervisión sobre los altos directivos (Tosi y Gómez-Mejía, 1994; Conyon y He, 2004). Asimismo, la retribución vinculada a resultados será mayor en función de que el tipo de accionista mayoritario sea un inversor institucional o propietario externo (David *et al.*, 1998; Hartzell y Starks, 2003; Khan *et al.*, 2005).

Pero aunque la teoría es buena, su aplicación práctica no lo ha sido tanto, debido a la problemática no resuelta de buen gobierno, especialmente en el caso español. Los primeros ejecutivos de las empresas cotizadas españolas dominan con frecuencia el consejo de administración (De Miguel *et al.*, 2004; De Andres *et al.*, 2005). El resultado es que los sistemas retributivos son diseñados por encargo de los propios

beneficiarios, limitándose el consejo de administración a ratificar –y con ello legitimar- las propuestas que se le plantean.

Es fácil, por tanto, que proliferen sistemas retributivos orientados hacia el corto plazo donde, en tiempos de bonanza, los altos directivos obtienen retribuciones astronómicas y, en tiempos de crisis, corresponde en cambio al accionista y, en última instancia, al contribuyente, absorber la pérdida (Baixauli-Soler y Sanchez-Marin, 2011). Estamos, pues, ante un problema de buen gobierno que, pese a los intentos teóricos y prácticos¹ realizados hasta la fecha –en la dirección de reforzar la independencia y funcionalidad de consejos y comités retributivos- sigue sin resolverse y que, en el entorno de aguda crisis económica y financiera en el que vivimos, se hace más necesario afrontar de forma clara y sistémica.

Considerando los argumentos anteriores, el objetivo del presente artículo es determinar el papel que desempeña el consejo de administración y la estructura de propiedad de las empresas cotizadas españolas en la determinación y el diseño de los sistemas retributivos de la alta dirección. El análisis de sus características nos puede ayudar a entender cuáles el nivel de eficacia supervisora y, en definitiva, el grado de buen gobierno alcanzado por las empresas durante estos últimos años en relación con la temática retributiva de sus altos directivos.

Para lo cual, este trabajo se articula en cuatro apartados. En primer lugar, se realiza una revisión de los principales estudios realizados por el momento y se establecen las hipótesis de investigación. Posteriormente, se explica la metodología empleada, los análisis efectuados y los resultados obtenidos. Finalmente, se establecen una serie de conclusiones.

2. Marco teórico

En primer lugar, para comprender el sistema de gobierno de las empresas cotizadas españolas es necesario contextualizar sus peculiaridades. El mercado bursátil español se caracteriza por tener un tamaño reducido y un menor desarrollo, una restringida liquidez y un mercado de acciones muy protegido –o blindado- (La Porta *et al.*, 1999; De Miguel *et al.*, 2004). Esto tiene como consecuencia que prácticamente no exista un mercado de control de empresas efectivo –al contrario que ocurre en países como EE.UU. o Reino Unido-, recayendo, mayormente, la responsabilidad de supervisar la actuación de los altos directivos en los mecanismos internos de gobierno (Cuervo-Cazurra, 1998). Concretamente, es el

1. A partir del Código Cadbury (1992) del Reino Unido, han proliferado una serie de pautas de buen gobierno que pretenden aumentar la eficacia supervisora. España no ha sido ajena y cuenta en la actualidad con el Código Unificado de Buen Gobierno (2006). Recientemente también ha sido aprobada la Ley 2/2011 de Economía Sostenible –en aras de un mayor control y transparencia- y en su artículo 27 obliga a las empresas a informar de modo individualizado y detallado sobre las retribuciones de sus consejeros y altos directivos.

consejo de administración el órgano que debe articular una supervisión eficaz de la alta dirección y establecer sistemas retributivos alineadores de intereses (Jensen, 1993).

El consejo de administración es el principal órgano de representación de los propietarios y se encarga de supervisar, incentivar y motivar al equipo de alta dirección, a través del establecimiento de un sistema de retribución adecuado, que guíe sus actuaciones hacia la consecución de los objetivos de la empresa (Jensen, 1993). En la medida en la que diseñe una retribución vinculada con los beneficios alcanzados por la compañía, mayor será el interés de los altos directivos de realizar una adecuada gestión de la misma, lo que alineará sus intereses con los de los propietarios (Jensen y Murphy, 1990). Las investigaciones previas sostienen que capacidad de supervisión de este órgano viene determinada por su independencia y funcionalidad (Core *et al.*, 1999; Dalton y Dalton, 2011), medida, habitualmente, a través de su tamaño, composición y estructura (Boyd, 1994; Conyon y Peck, 1998; Brick *et al.*, 2006; Sapp, 2008).

Aunque los estudios a nivel internacional no llegan a conclusiones definitivas (Dalton y Dalton, 2011), la mayoría que emplean una perspectiva de agencia evidencian, en la línea de los Códigos de Buen Gobierno, que la retribución de la alta dirección esta más orientada a resultados a medida que: (1) el número de consejeros no es muy elevado (Jensen, 1993; Yermack, 1996); (2) la proporción de consejeros externos es mayor (Conyon y Peck, 1998; Dalton *et al.*, 1998; Core *et al.*, 1999); (3) la estructura de poder es independiente al no coincidir en la misma persona el cargo de presidente del consejo de administración y máximo directivo (Boyd, 1995; Conger y Lawler, 2009); y (4) existe comité de retribución (Vafeas, 2003; Conyon y He, 2004).

No obstante, las características del consejo de administración dependen, en gran medida, del tipo de estructura de propiedad de la empresa, que indirectamente va a determinar la eficacia supervisora del mismo (Bathala y Rao, 1995; Donnelly y Kelly, 2005). Así, la evidencia empírica señala que, generalmente, cuando la propiedad está concentrada la supervisión sobre los altos directivos es mayor (Tosi y Gómez-Mejía, 1994), aunque su influencia en términos retributivos depende del tipo de accionista mayoritario. Si se trata de inversores institucionales o propietarios externos, la retribución suele estar más alineada con los intereses empresariales, con un mayor protagonismo de la parte variable orientada a resultados (David *et al.*, 1999; Hartzell y Starks, 2003; Khan *et al.*, 2005). En cambio, si la empresa está controlada por los propios altos directivos, la retribución suele desajustarse presentando escasa relación con la evolución económica de la empresa: altos niveles retributivos fijos y bajas proporciones de retribución variable vinculada a beneficios corporativos (Mehran, 1995).

En el caso español, las empresas cotizadas se caracterizan por una elevada concentración de propiedad y por la existencia de numerosas participaciones cruzadas (Salas, 2002; De Miguel *et al.*, 2004), lo que condiciona significativamente la funcionalidad e independencia del consejo. Teniendo en cuenta estas circunstancias ¿las relaciones evidenciadas en otros países son extrapolables en el contexto de la empresa cotizada española? Hay que señalar que no hay muchas investigaciones en esta línea, bien porque una parte se centran en los efectos de consejo y estructura de propiedad sobre la rentabilidad de las empresas, bien porque otra parte provienen de instituciones, fundaciones o consultoras que hacen una "lectura" interesada o sesgada de los datos.

No obstante, encontramos valiosas investigaciones que nos van dando una idea del marco general del gobierno corporativo en la empresa española. Así De Miguel *et al.* (2004) constatan que cuando la propiedad está concentrada y cuando el propietario mayoritario es un alto directivo la supervisión es mayor, lo que favorece el incremento de los beneficios de la empresa. También De Andres *et al.* (2005), quienes encuentran que los resultados de la empresa son menores a medida que el número de consejeros es mayor pero, en cambio, no evidencian ninguna relación con el porcentaje de externos.

En el ámbito retributivo, la escasa evidencia empírica sugiere que la retribución de los altos directivos entre las empresas españolas está débilmente vinculada a la riqueza de los accionistas. Así lo manifiesta la revisión de los principales estudios a nivel español que hace once años realizaron Gispert y Ortín (2002), quienes señalan que, aunque no existe un estudio similar al de Jensen y Murphy (1990) que haya verificado esta vinculación entre retribución del alto directivo y rendimientos de la empresa, las evidencias no son nada concluyentes en este sentido, indicando, más bien, que las retribuciones de la alta dirección están relacionadas más con el tamaño de la empresa que con su rendimiento.

Los primeros estudios que relacionan el gobierno corporativo con el diseño retributivo de los altos directivos en las empresas españolas, evidencian que cuando el tamaño del consejo es mayor su capacidad de supervisión disminuye y se traduce en mayores retribuciones directivas (Melle, 1998; Álvarez y Neira, 1999), pero en cambio no encuentran que una mayor presencia de consejeros externos provoque, en caso de malos resultados empresariales, un cambio en su diseño retributivo (Gispert, 1998).

Más recientemente, otros estudios han matizado estas conclusiones. Así, Fernandez *et al.* (2011) empleando el periodo comprendido entre, 2005-2009, evidencian que el tamaño del consejo de administración y la existencia de comités de retribución se relacionan con un mayor nivel retributivo de los altos directivos.

Respecto a la estructura de propiedad, Sanchez-Marin *et al.* (2011) analizan la influencia conjunta de la estructura de propiedad y del consejo de administración durante el periodo 2004-2007. Los resultados ponen de manifiesto que el grado de concentración de la propiedad y la tipología de accionistas mayoritarios –inversores institucionales o propietarios ajenos a la dirección y altos directivos–, determinan significativamente la eficacia supervisora del consejo y, por ende, el nivel retributivo del equipo de alta dirección.

Finalmente, Baixauli-Soler y Sanchez-Marin (2011), analizando un panel de datos que abarca el periodo 2003-2007, encuentran que las características del sistema de gobierno de la empresa cotizada española influyen significativamente en la determinación y ajuste de la retribución de los altos directivos y que la asociación entre consejo, estructura de propiedad y retribución es menor en España que en países anglosajones o de la Europa Continental. La alta concentración de propiedad y la fuerte dependencia e intervención social de los consejos con relación a la alta dirección, explica el elevado nivel retributivo de los altos directivos y su escasa relación con los resultados de la empresa.

Teniendo en cuenta los argumentos anteriores, y empleando un enfoque de agencia se proponen las siguientes hipótesis de investigación:

Hipótesis 1: La retribución vinculada a resultados es mayor a medida que el consejo de administración posee una mayor eficacia supervisora.

Hipótesis 2: La retribución vinculada a resultados es mayor a medida que existe una mayor concentración de propiedad en inversores institucionales y propietarios externos y menor a medida que existe una mayor concentración de propiedad en la alta dirección.

Hipótesis 3: En contextos de alta concentración de propiedad:

3.a. Una mayor concentración de propiedad en inversores institucionales y propietarios externos aumenta la eficacia supervisora del consejo de administración y la retribución vinculada a resultados.

3.b. Una mayor concentración de propiedad en la alta dirección disminuye la eficacia supervisora del consejo de administración y la retribución vinculada a resultados.

3. Metodología, análisis y resultados

3.1. Muestra

La muestra está formada por las 120 empresas que cotizan en el mercado bursátil español durante el periodo 2004-2010, excluidas las del sector financiero. La información retributiva

y la corporativa de consejo de administración y estructura de propiedad se han obtenido de los informes anuales de gobierno de las empresas, publicados por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). La relativa a las variables económico-financieras se ha obtenido de la base de datos Osiris (Bureau Van Dyck Electronic Publishing).

3.2. Medida de variables

La retribución de la alta dirección ha sido medida a través de cuatro variables². El nivel retributivo de los altos directivos no consejeros, mediante la retribución total de los altos directivos no consejeros dividido entre el número de altos directivos no consejeros. Nivel retributivo de los consejeros ejecutivos, empleando la retribución total de los consejeros ejecutivos entre el número de consejeros ejecutivos. La retribución variable de los consejeros ejecutivos, medida como la retribución variable total del consejo de administración dividida entre el número de consejeros ejecutivos. Y las opciones sobre acciones de los consejeros ejecutivos, a través del total de opciones sobre acciones del consejo dividido entre el número de consejeros ejecutivos.

Para medir la eficacia supervisora del consejo de administración se han empleado diferentes medidas. En primer lugar, el tamaño del consejo de administración, medido como el número total de consejeros. La proporción de consejeros externos, mediante el número de consejeros externos dividido entre el número total de consejeros. La estructura de poder del consejo, utilizando una variable dicotómica que toma el valor 1 si existe dualidad de poder –coinciden en una misma persona los cargos de presidente del consejo de administración y máximo directivo– y 0 cuando la estructura de poder es independiente –no coinciden–. Asimismo, se ha medido la existencia de comité de retribución a través de una variable dicotómica cuyo valor es 1 si existe este tipo de comité y 0 en caso contrario.

Respecto a la estructura de propiedad se ha medido a través del tipo de accionista mayoritario, diferenciando entre estructura de propiedad concentrada en inversores institucionales y propietarios externos, cuando el accionista principal es un inversor institucional o un propietario externo, y propiedad concentrada en altos directivos, cuando el accionista principal es un alto directivo.

Por último, para medir los resultados se ha empleado la rentabilidad financiera (ROE) como el beneficio neto dividido entre el patrimonio neto y la capitalización bursátil a través del índice de capitalización bursátil del último mes de cada año.

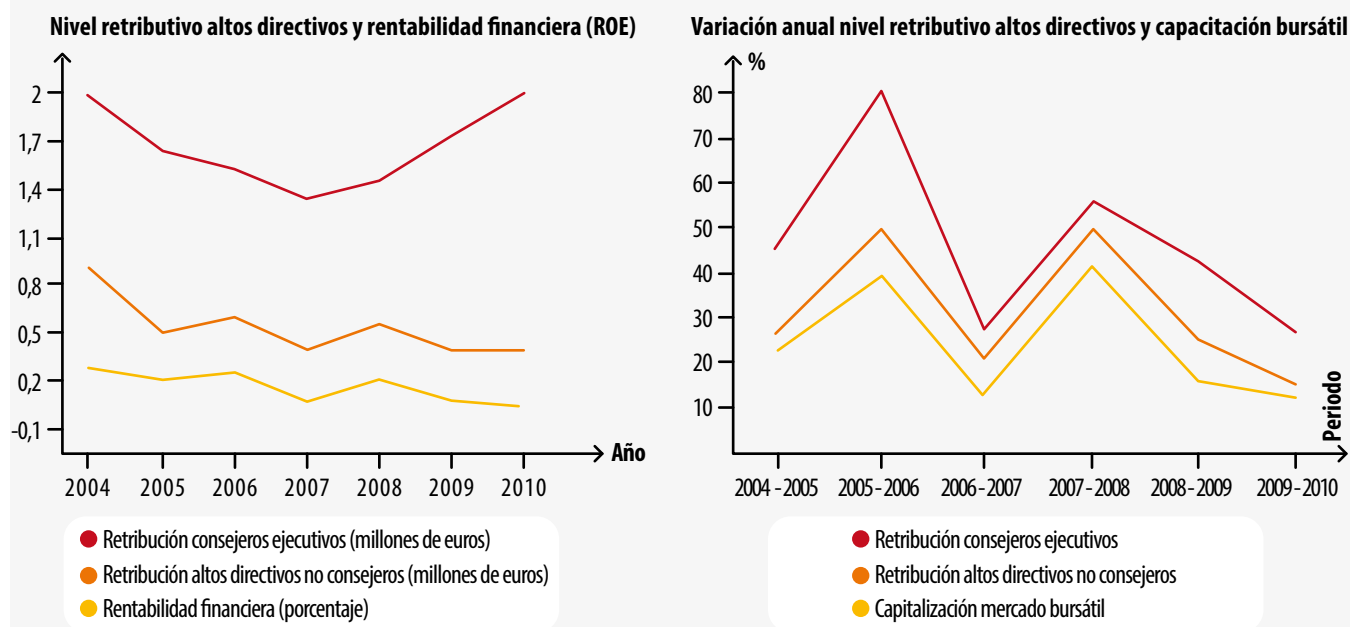
2. A la hora de medir la retribución de los altos directivos nos hemos encontrado con la circunstancia que en el caso de las empresas cotizadas españolas, la obligación de detallar la retribución de sus consejeros y altos directivos de modo individualizado y detallado no se ha hecho efectiva hasta el año 2011. Lo cual, nos ha llevado a centrar el estudio en los consejeros ejecutivos.

3.3. Análisis y resultados

Para contrastar las hipótesis de investigación se ha realizado una diferencia de medias entre las diferentes variables y se ha representado gráficamente. En primer lugar, antes de contrastar las hipótesis, se ha tratado de comprobar hasta que punto la retribución de los altos directivos ha sido contingente con los resultados de las empresas. En el gráfico

1 se compara la evolución de la retribución total de los altos directivos –diferenciando entre el nivel retributivo percibido por los consejeros ejecutivos y por los altos directivos que no forman parte del consejo- con la experimentada por los resultados de la empresa –medidos a través de la rentabilidad financiera (ROE) y la variación anual de la capitalización bursátil-.

Gráfico 1. Nivel retributivo de los altos directivos y resultados de la empresa



Fuente: elaboración propia.

Tal y como se observa, el nivel retributivo de los altos directivos no ha sido contingente con la rentabilidad de las empresas. Incluso a partir de 2009, aunque las empresas registran la menor rentabilidad del periodo, la cantidad retributiva que éstos reciben aumenta significativamente. Asimismo, aunque la oscilación anual del valor de las acciones parece mostrar una evolución similar a la experimentada por la retribución, los porcentajes de variación difieren muy significativamente. De tal modo, mientras que las empresas han visto disminuir sus beneficios, los altos directivos han seguido recibiendo elevadas retribuciones sin vinculación alguna con sus resultados.

Si centramos la atención en el análisis de los mecanismos de control internos, consejo de administración y estructura de propiedad, es interesante observar la evolución de sus principales características y la variación en la retribución variable y las opciones sobre acciones –ya que son los componentes retributivos más relacionados con resultados-. En este caso, únicamente se recogen los datos de los consejeros ejecutivos, dado que son el único colectivo de altos directivos en los que podemos estimar su retribución variable en función de la información publicada por las empresas.

Tabla 1. Evolución de las características de los mecanismos de control internos

Características	Año							
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	
Consejo de administración	Número de consejeros	11,16	10,97	11,06	11,09	11,33	11,21	11,15
	Consejeros externos (%)	79,27	79,85	77,98	80,78	80,32	80,16	81,83
	Presencia de dualidad (%)	51,51	55,88	59,09	58,97	60,87	60,55	58,87
	Existencia de comité de retribución (%)	75,76	77,45	82,73	92,31	93,91	95,41	97,19
Estructura de propiedad	Controladas por inversores institucionales y externos (%)	20,68	21,81	20,94	21,32	21,2	22,09	21,73
	Controladas por la alta dirección (%)	43,12	46,09	48,07	49,92	52,36	53,92	53,69
	Controladas por otro tipo de inversores (%)	36,20	32,10	30,99	28,76	26,44	23,99	24,58

Fuente: elaboración propia.

En la tabla 1 se muestra la evolución de los principales aspectos del consejo de administración y de la estructura de propiedad. Tal y como se observa, las características

de los consejos de administración españoles cumplen, en términos generales, con los requerimientos exigidos por el Código Unificado de Buen Gobierno (2006) en relación con su tamaño (una media de 11 consejeros) y representación de consejeros externos (en torno al 80% del total de consejeros a lo largo del periodo), así como respecto a la creación de comités de retribución (que han aumentado desde el 75% de empresas que los tenían en 2004 hasta el 97% en 2010). Sin embargo, la estructura de poder del consejo se ha visto mermada en su independencia a lo largo del periodo, ya que se ha pasado de un 51% de empresas que aglutinaban en una sola persona las figuras de presidente del consejo y máximo directivo a casi un 59%. Con estos datos, cabe señalar que la entrada en vigor del código no ha supuesto grandes cambios en las características del consejo desde el punto de vista de la mejora de la eficacia e independencia supervisora, salvo en el caso de la creación de comités de retribución.

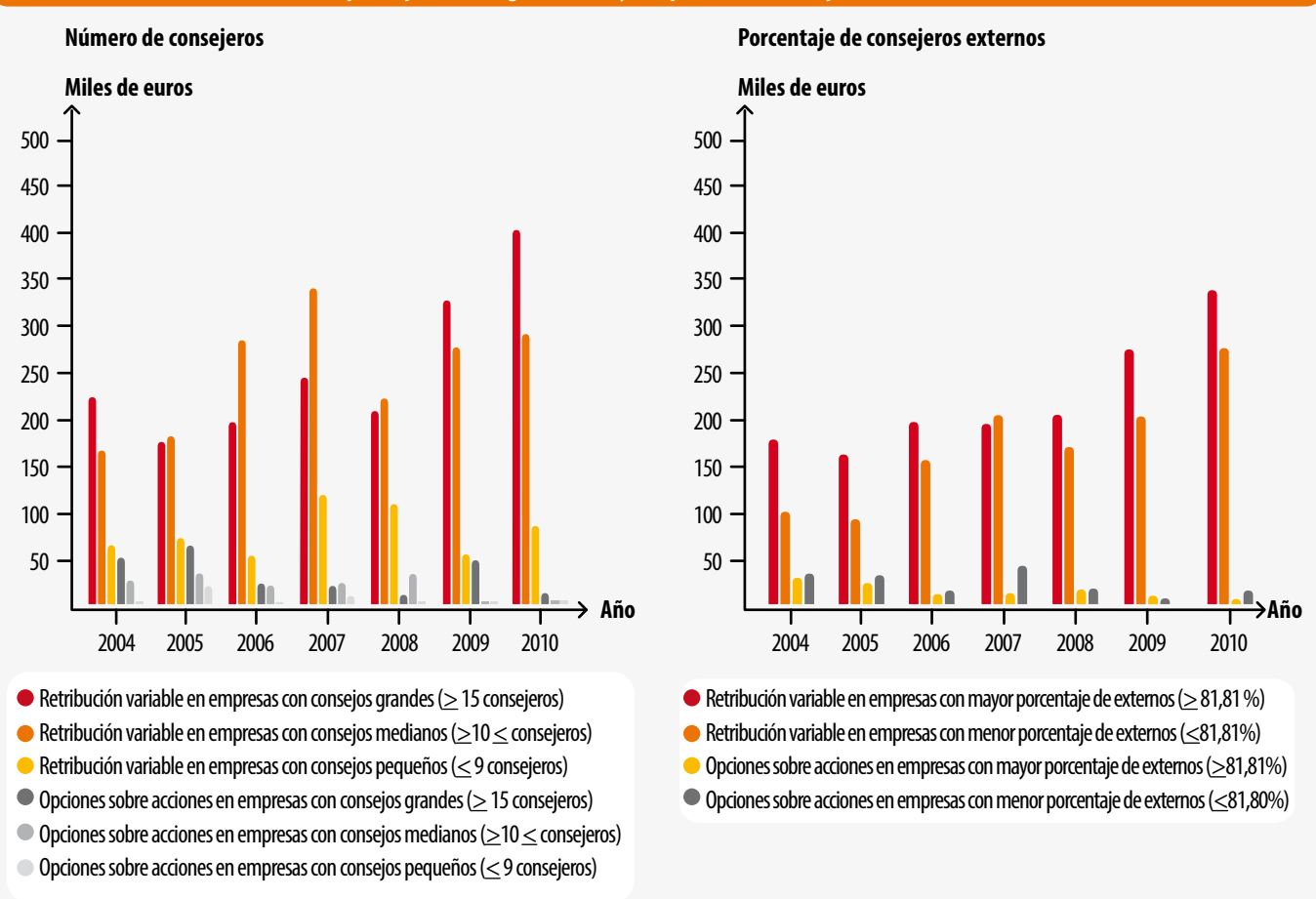
Respecto a la estructura de propiedad, el porcentaje de propiedad en manos de inversores institucionales no ha variado, prácticamente, a lo largo del periodo, al contrario que ocurre con el de la alta dirección y otro tipo de inversores

–participaciones indirectas–, aumentando más de un 10% y disminuyendo más de un 11%, respectivamente. Asimismo, es importante destacar el elevado porcentaje de propiedad concentrada en los altos directivos –una media de 49,59% frente a un 21,39% de los institucionales y externos y un 29% de otro tipo de inversores–, lo que lleva a caracterizar a este tipo de propietarios como los que mayor poder de decisión tienen en las empresas cotizadas españolas.

A continuación, se relacionan las principales características del consejo de administración con la retribución variable y las opciones sobre acciones de los consejeros ejecutivos para contrastar las hipótesis de investigación.

Desde el punto de vista de su composición, como se observa en el gráfico 2, en las empresas en las que existe un mayor número de consejeros externos la retribución variable suele ser mayor en términos generales –aunque no en todos los años–. En cambio, no hay ninguna tendencia definida en relación con el número de consejeros. Respecto a las opciones sobre acciones no existe una relación del todo definida.

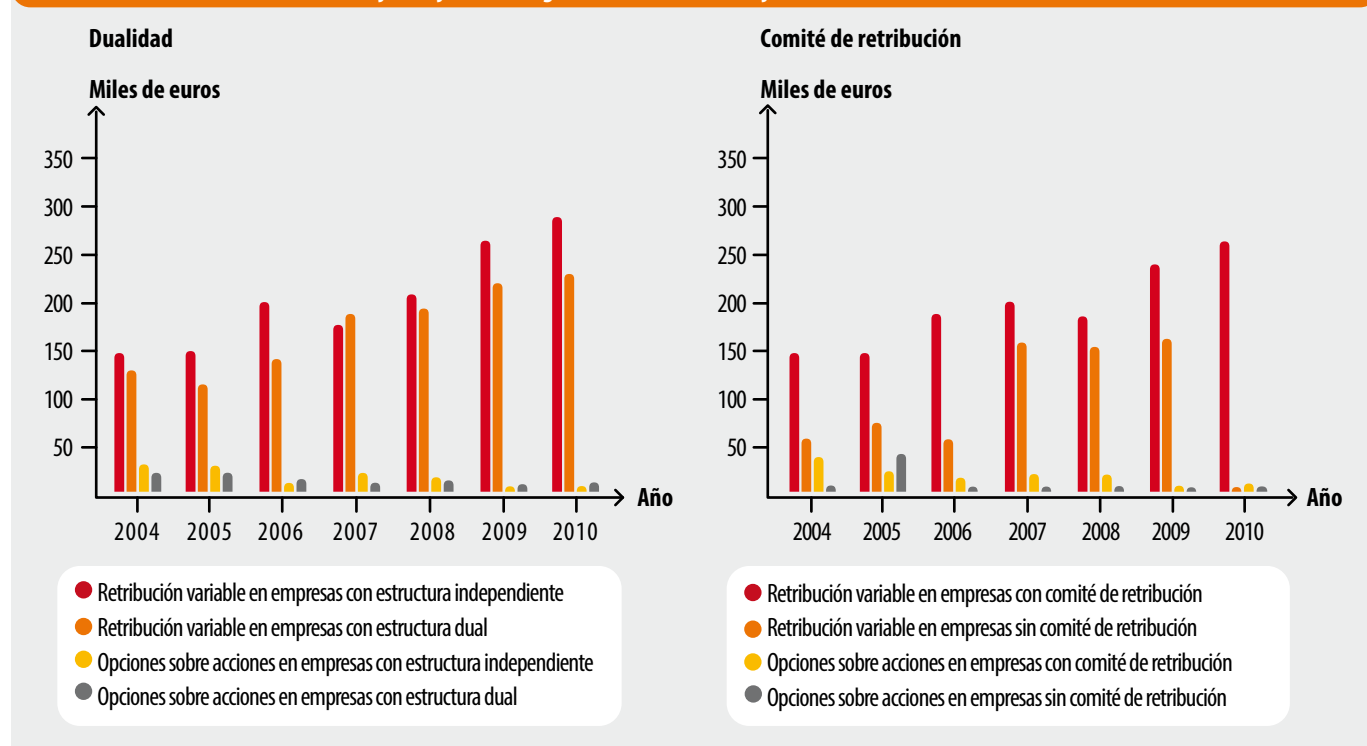
Gráfico 2. Retribución variable de consejeros ejecutivos según tamaño y composición del consejo



Con relación a la estructura del consejo –gráfico 3-, se muestra claramente como las empresas que cuentan con comités de retribución se caracterizan por utilizar, en mayor medida, sistemas de retribución variable -, aunque no ocurre lo mismo

con las opciones sobre acciones. Respecto a la independencia de la estructura de poder, si bien en principio parece responder a un mayor empleo de retribución variable, las relaciones no son del todo continuas ni significativas a lo largo del periodo.

Gráfico 3. Retribución variable de consejeros ejecutivos según estructura del consejo



Fuente: elaboración propia.

En suma, se puede concluir que la composición y estructura del consejo no influyen de manera muy significativa en la retribución de la alta dirección, por lo que no se puede considerar que sus características determinen su eficacia supervisora en relación con el diseño de la retribución como posible mecanismo de alineación de intereses. Por tanto, la hipótesis 1 no se cumpliría del todo, sólo en el caso del porcentaje de consejeros externos y en la existencia de comité de retribución respecto a la retribución variable. Asimismo, el cumplimiento mayoritario de las recomendaciones en materia de gobierno corporativo por parte de las empresas cotizadas no ha supuesto cambios significativos en las retribuciones durante el periodo analizado. Estas evidencias nos llevan a pensar que existen elementos relacionados con la estructura de propiedad que pueden ser los que realmente determinen el diseño retributivo, teniendo en cuenta las características de propiedad evidenciadas.

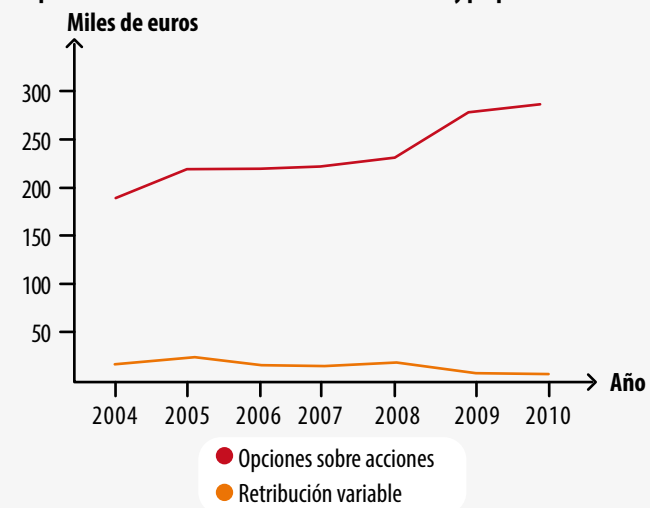
Y es que, en este sentido, la alta concentración de propiedad y la elevada presencia de participaciones cruzadas en las empresas españolas cotizadas (Salas, 2002; De Miguel *et al.*, 2004), pueden influir en la

independencia real del consejo de administración y, por tanto, condicionar su eficacia supervisora en términos de diseño retributivo. Para analizar tal aspecto, el gráfico 4 muestra en qué medida el tipo de accionista mayoritario afecta al comportamiento retributivo. En este caso, las diferencias son abrumadoras y corroboran la hipótesis 2: cuando la empresa está controlada por inversores institucionales o propietarios externos no vinculados directamente a la gestión, la retribución está más alineada, con una mayor cuantía variable y una mayor utilización de opciones sobre acciones. En cambio, si está controlada por la alta dirección, la retribución variable disminuye significativamente, de acuerdo con la función de utilidad de los directivos.

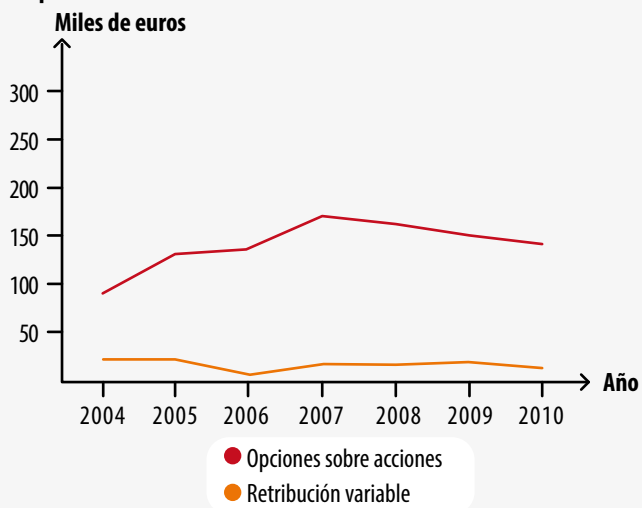
De tal modo, una mayor concentración de propiedad en inversores institucionales y propietarios externos se relaciona con una mayor retribución variable. Por ello, resulta de interés conocer cómo se relacionan las variables del consejo de administración con la retribución de los altos directivos ante los diferentes tipos de estructuras de propiedad, según se trate de empresas controladas por inversores institucionales/propietarios externos o empresas controladas por altos directivos.

Gráfico 4. Concentración de propiedad y retribución variable de consejeros ejecutivos

Propiedad concentrada en inversores institucionales y propietarios externos



Propiedad concentrada en alta dirección



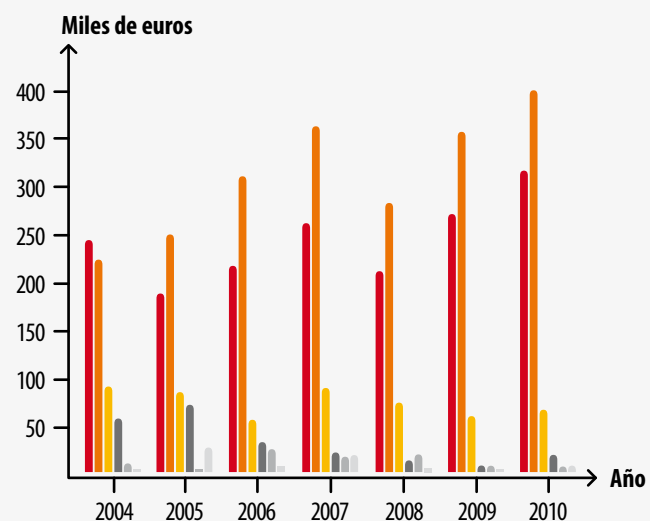
Fuente: elaboración propia.

El gráfico 5 y 6 muestra que, cuando la propiedad está concentrada en manos de un inversor institucional o propietario externo el consejo de administración tiende a ser más independiente y ejercer una mayor supervisión sobre el diseño retributivo. Las empresas caracterizadas por consejos con tamaño mediano, con una mayor presencia de externos y una estructura de poder

independiente establecen una mayor retribución variable vinculada con los resultados de las empresas. Semejante y aún más significativo es el caso de aquellas empresas que cuentan con comités de retribución en sus consejos, en las que el empleo de pagos variables y opciones sobre acciones es mayor. Por tanto, la hipótesis 3.a. se cumple.

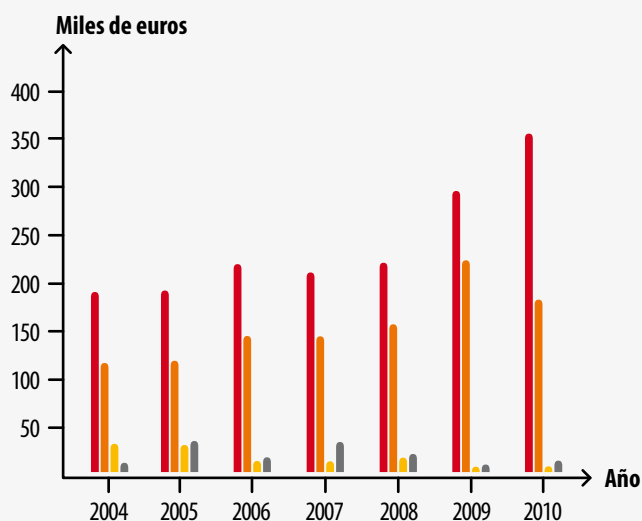
Gráfico 5. Empresas controladas por propietarios: retribución variable de consejeros ejecutivos según tamaño y composición del consejo

Número de consejeros



- Retribución variable en empresas con consejos grandes (≥ 15 consejeros)
- Retribución variable en empresas con consejos medianos ($10 \leq 14$ consejeros)
- Retribución variable en empresas con consejos pequeños (≤ 9 consejeros)
- Opciones sobre acciones en empresas con consejos grandes (≥ 15 consejeros)
- Opciones sobre acciones en empresas con consejos medianos ($10 \leq 14$ consejeros)
- Opciones sobre acciones en empresas con consejos pequeños (≤ 9 consejeros)

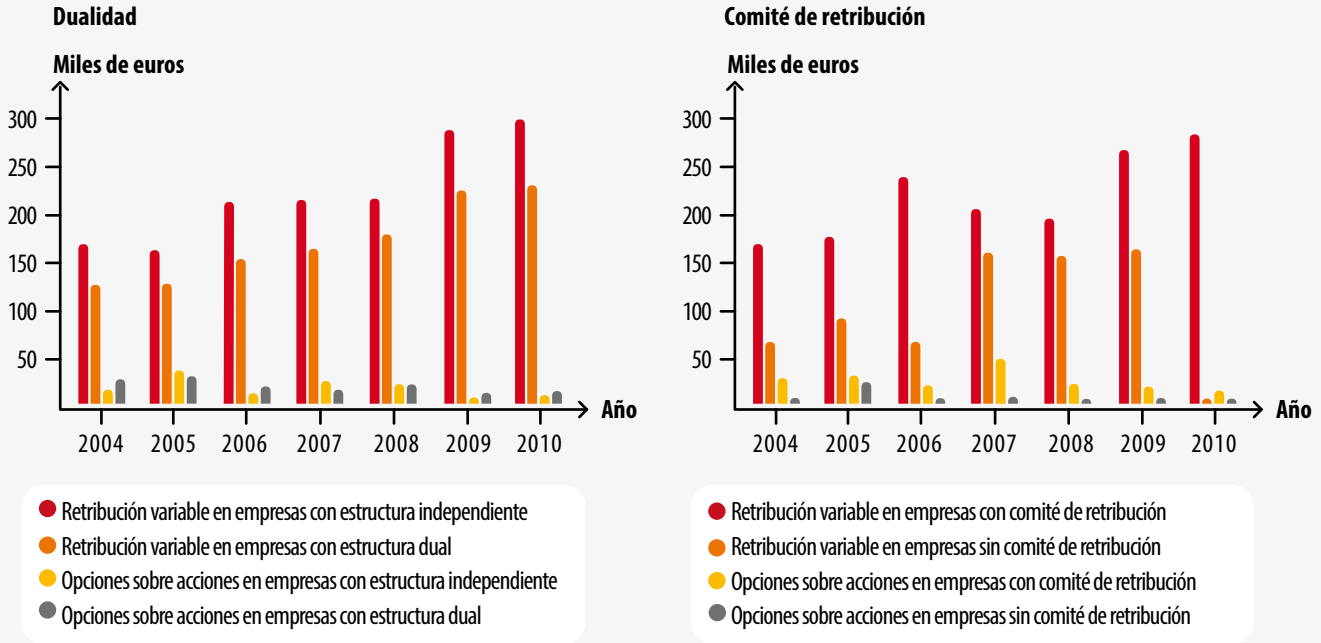
Porcentaje de consejeros externos



- Retribución variable en empresas con mayor porcentaje de externos ($\geq 83,09\%$)
- Retribución variable en empresas con menor porcentaje de externos ($\leq 83,08\%$)
- Opciones sobre acciones en empresas con mayor porcentaje de externos ($\geq 83,09\%$)
- Opciones sobre acciones en empresas con menor porcentaje de externos ($\leq 83,08\%$)

Fuente: elaboración propia.

Gráfico 6. Empresas controladas por propietarios: retribución variable de consejeros ejecutivos según estructura del consejo

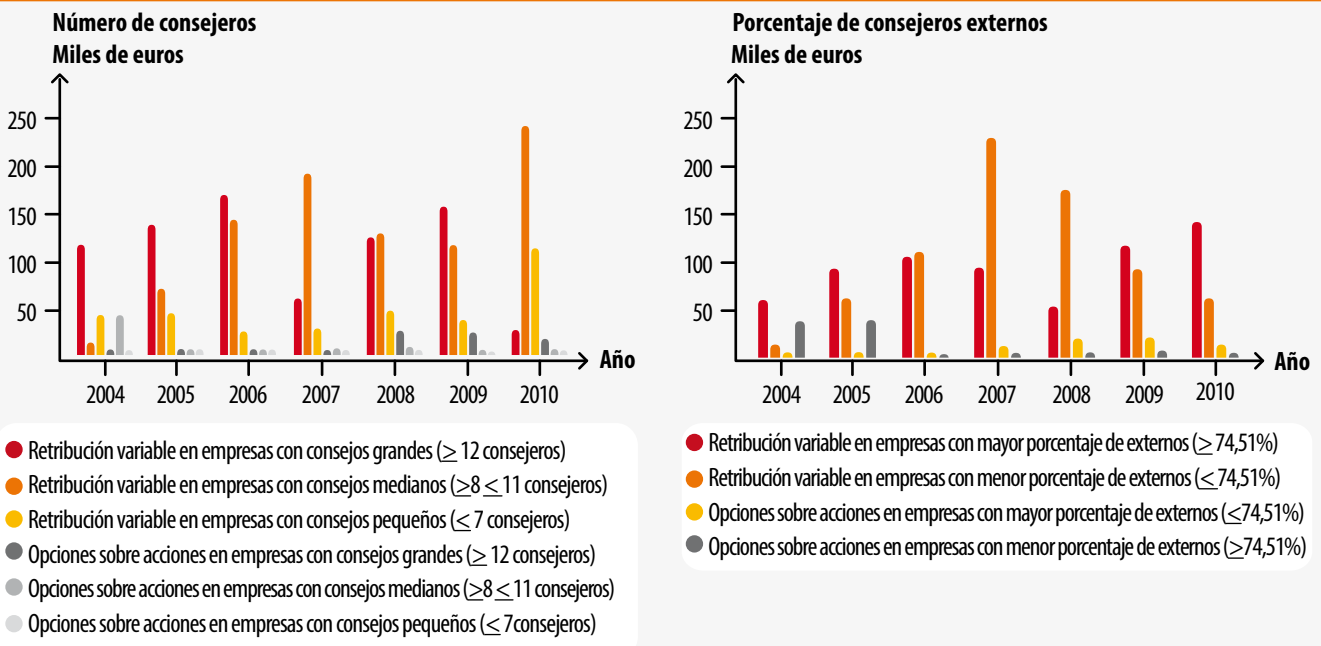


Fuente: elaboración propia.

Cuando analizamos los mismos aspectos para las empresas cuya propiedad se encuentra mayoritariamente en manos de los altos directivos, la tendencia retributiva es aún mucho más heterodoxa. Como se observa en el gráfico 7 y 8, la retribución variable y las opciones sobre acciones son mucho más reducidas y además no responden a ninguna tendencia en relación con las variables del consejo de

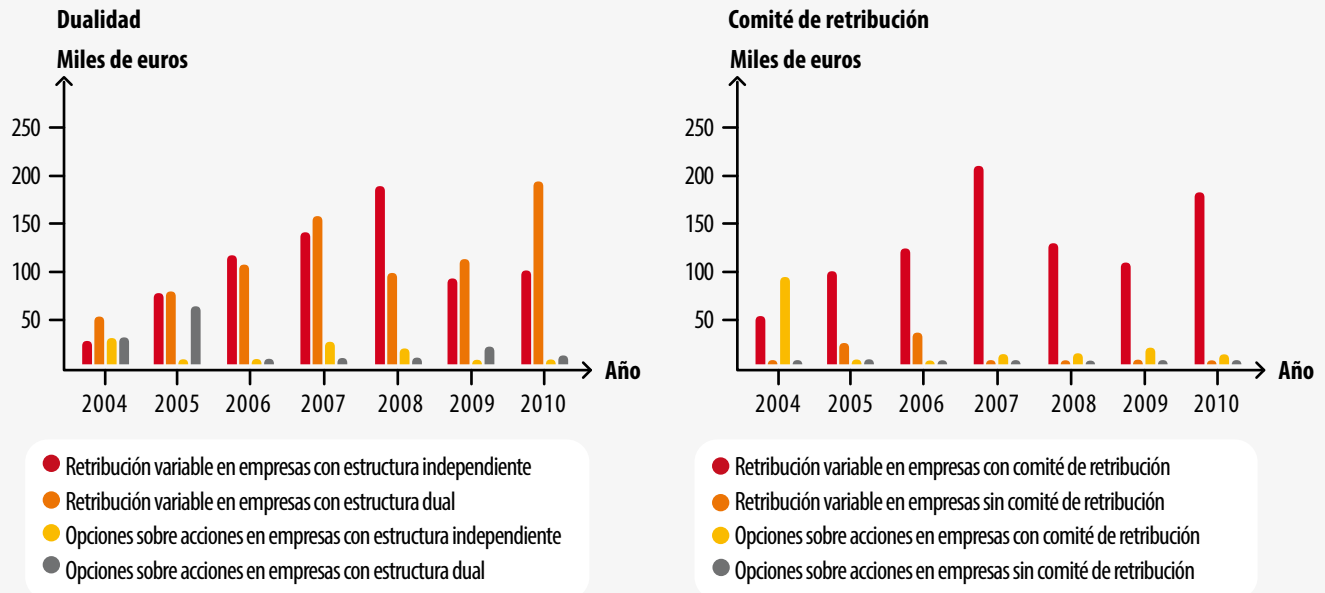
administración. Es decir, el hecho de que el consejo posea más o menos consejeros y sean externos, presente o no dualidad y posea o no comité de retribución no influye en la determinación de los paquetes retributivos, que se muestran muy poco vinculados con los resultados de la organización y, por tanto, carecen del mecanismo alineador que permita la supervisión automática de los altos directivos.

Gráfico 7. Empresas controladas por directivos: retribución variable de consejeros ejecutivos según tamaño y composición del consejo



Fuente: elaboración propia.

Gráfico 8. Empresas controladas por directivos: retribución variable de consejeros ejecutivos según estructura del consejo



Fuente: elaboración propia.

En definitiva, podemos decir que la estructura de propiedad es la que determina, en última instancia, la eficacia supervisora del consejo de administración con respecto al diseño de la retribución de los altos directivos. En función del tipo de accionista mayoritario, los intereses se alinean o en cambio divergirán. De todo ello podemos extraer que son los accionistas minoritarios los más perjudicados, tal y como De Miguel *et al.* (2004) sostienen, y que, en el caso concreto que nos ocupa, sufren una expropiación de rentas importante vía retribución de los altos directivos.

4. Conclusiones e implicaciones

Jensen y Meckling (1976) señalan que una de las vías más importantes para aprovechar los beneficios y reducir los costes de la especialización entre propietarios y directivos es la del contrato, que establece las contrapartidas que recibe el alto directivo a cambio de gestionar los activos de la empresa en beneficio de los propietarios. Como norma general, dadas las condiciones de información y preferencias, el contrato busca que las recompensas del alto directivo se determinen de tal modo que su riqueza personal se alinee con el valor económico de los activos que determinan, a su vez, la riqueza de los propietarios (Jensen y Murphy, 1990).

Asumiendo esta perspectiva de agencia, el gobierno de la empresa parte de la premisa de que los mecanismos con los que se supervisa las actuaciones del alto directivo suelen estar vinculados con una serie de consecuencias específicas en su retribución (Core *et al.*, 1999). Específicamente, los estudios en esta línea de investigación han examinado varios aspectos relacionados con la capacidad de observar y controlar los comportamientos del directivo, incluyendo tanto a la estructura de propiedad como al consejo de

administración como elementos que pueden afectar a la intensidad de supervisión e impactar en la retribución del alto directivo (Hermalin y Weisbach, 2003; Khan *et al.*, 2005).

La literatura ha constatado que, en general, para conseguir paquetes retributivos que alineen los intereses de los propietarios y de los altos directivos y reduzcan los problemas de agencia, la propiedad debe estar concentrada en manos de pocos propietarios (Werner *et al.*, 2005). Además, de que exista una importante presencia en la misma de inversores institucionales no vinculados con la dirección y/o el resto de propietarios (David *et al.*, 1998).

Con respecto al consejo de administración, la literatura internacional no ha sido tan contundente (Dalton y Dalton, 2011) a la hora de constatar sus efectos beneficiosos para los resultados de la empresa. No obstante, a nivel retributivo sí se ha constatado que hay cierta influencia positiva en el sentido de que los altos directivos obtienen retribuciones más bajas y más vinculadas a los resultados de la empresa cuando el tamaño del consejo es mediano, cuando existe una presencia mayoritaria de consejeros externos, cuando no hay dualidad en los cargos de máximo directivo y presidente del consejo y cuando se cuenta con comités de retribución que actúen de manera independiente (Hermalin y Weisbach, 2003).

Con el presente trabajo se ha contrastado el papel que desempeña el consejo de administración y la estructura de propiedad sobre la retribución de los altos directivos en las empresas cotizadas españolas durante el periodo 2004-2010. Tras contrastar una serie de hipótesis de investigación se han evidenciado una serie de conclusiones. En primer lugar, la

débil vinculación de la retribución de los altos directivos con la riqueza de los accionistas, como consecuencia del sistema poco eficiente de gobierno corporativo. La retribución de los altos directivos españoles se caracteriza por tener aún una parte fija excesivamente alta, mientras que la parte variable aún aparece poco vinculada con los resultados o rendimientos de la organización y de sus propietarios. Además, el variable –muy adecuado para alinear intereses entre directivos y propietarios y solucionar problemas de agencia- tiene un escaso peso específico y, por los datos revisados, se percibe de manera regular con independencia de las variaciones en los resultados de la empresa.

Asimismo, se ha obtenido que el consejo de administración de las empresas cotizadas españolas por sí solo no ejerce una supervisión efectiva sobre la retribución de los altos directivos, sino que es la estructura de propiedad de las empresas la que determina su mayor o menor eficacia en el ámbito retributivo. En este sentido, una mayor concentración de propiedad en inversores institucionales o propietarios externos favorece una mayor eficacia supervisora del consejo de administración sobre los altos directivos que se traduce en una mayor retribución vinculada a resultados. En cambio, cuando la propiedad está concentrada en la alta dirección ocurre lo contrario y los niveles de supervisión disminuyen, afectando negativamente al alineamiento de intereses.

De tal modo, parece deducirse que el principal problema de gobierno en la empresa cotizada española radica en la estructura de propiedad que, a su vez, determina el funcionamiento del consejo de administración. Así, la elevada concentración de propiedad de la empresa española no siempre es beneficiosa cuando son los altos directivos los que controlan las decisiones corporativas. Por un lado, encontramos un gran porcentaje de empresas controladas por altos directivos, debido a la facilidad con la que consiguen “atrincherarse” (De Miguel *et al.*, 2004), anulando la labor supervisora del consejo. Por otro lado, las múltiples participaciones cruzadas hacen que muchos accionistas mayoritarios representen diversos papeles de consejeros y/o directivos en diferentes empresas (Salas, 2002), lo que supone consejos multilateralizados y afectados por múltiples presiones que merman su independencia. Así, incluso en el caso de empresas controladas por propietarios mayoritarios ajenos a la dirección o por inversores institucionales, la eficacia supervisora del consejo sobre la labor de la alta dirección y sobre su retribución es algo moderada. En este caso, más que el control efectivo, el consejo responde a la necesidad de transmitir legitimidad ante los diferentes grupos de interés de la empresa.

Por tanto, no siempre un accionista mayoritario elimina los problemas de agencia y garantiza una supervisión eficiente de los altos directivos a través del consejo (Leech

y Leahy, 1991). En el caso de la empresa cotizada española, podemos concluir que el principal problema de supervisión –y retribución- en los consejos no reside en el conflicto entre altos directivos y accionistas mayoritarios, sino entre accionistas mayoritarios y minoritarios (Cuervo-Cazurra, 1998). Es el accionista minoritario quién, aunque esté en contra del planteamiento del mayoritario o vea abusos por parte de la alta dirección, no puede ejercer suficiente presión ni tampoco vender su participación debido a la baja liquidez del mercado bursátil (De Miguel *et al.*, 2004).

En definitiva, para conseguir un buen gobierno de la empresa cotizada, es imprescindible, como primer paso, que las instituciones económicas públicas y privadas sigan desarrollando normas que obliguen a las empresas a realizar prácticas de individualización y transparencia informativa con relación a la retribución de sus altos directivos. Aunque la implantación del Código Unificado de Buen Gobierno Corporativo en 2006 y la Ley de Economía Sostenible de 2011 ha supuesto avances en este sentido, por los datos disponibles hasta el momento, no han sido suficientes. Es necesario dotar a los consejos de administración de la suficiente autonomía, independencia y representatividad para que puedan actuar realmente como un verdadero mecanismo eficiente que opere en términos de alineamiento estratégico entre propiedad y control.

5. Referencias

- Álvarez, M.D. y 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*, 8 (4), (pp. 83-108).
- Baixaoli-Soler, J.S. & Sanchez-Marin, G. (2011). Organizational governance and TMT pay level adjustment. *Journal of Business Research*, 64 (8), (pp. 862-870).
- Bhatala, C.T. & Rao, R.P. (1995). The determinants of board composition: An agency theory perspective. *Managerial and Decision Economics*, 16 (1), (pp. 59-69).
- Boyd, B.K. (1994). Board control and CEO compensation. *Strategic Management Journal*, n. 15 (pp. 335-344).
- Boyd, B.K. (1995). CEO duality and firm performance: A contingency model. *Strategic Management Journal*, n. 16, (pp. 301-312).
- Brick, I.E., Palmon, O. & Wald, J.K. (2006). CEO compensation, director compensation, and firm performance: Evidence of cronyism. *Journal of Corporate Finance*, 12 (3), (pp. 403-423).
- Cadbury Code (1992). *Report of the committee on the financial aspects of corporate governance*. London: Gee.

- Código Unificado de Buen Gobierno (2006). *Informe del grupo especial de trabajo sobre el buen gobierno de las sociedades cotizadas*. Madrid, España: CNMV.
- Conger, J.A. & Lawler, E.E. (2009). Why your board needs a non-executive chair. En J.A. Conger (Ed.): *Boardroom realities*, (pp. 51-67). San Francisco: Jossey Bass.
- Conyon, M.J. & Peck, S.I. (1998). Board control, remuneration committees, and top management compensation. *Academy of Management Journal*, n. 41, (pp. 146-151).
- Conyon, M.J. & He, L. (2004). Compensation committees and CEO compensation incentives in U.S. entrepreneurial firms. *Journal of Management Accounting Research*, 16 (16), (pp. 35-56).
- Core, J.E., Holthausen, R.W. & Larcker, D.F. (1999). Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 51 (3): (pp. 371-406).
- Cuervo-Cazurra, A. (1998). La reforma del consejo de administración en España: Límite a la aplicación de los modelos anglosajones. *Información Comercial Española*, n. 769, (pp. 9-21).
- Cyert, R., Kang, S. & Kumar, P. (2002). Corporate governance, takeovers, and top-management compensation: Theory and evidence. *Management Science*, n. 48, (pp. 453-469).
- Dalton, D.R., Daily, C.M., Ellstrand, A.E. & Johnson, J.L. (1998). Board composition, leadership structure, and financial performance: Meta-analytic reviews and research agenda. *Strategic Management Journal*, n. 19, (pp. 269-290).
- Dalton, D.R. & Dalton, C.M. (2011). Integration of micro and macro Studies in governance research: CEO duality, board composition, and financial performance. *Journal of Management*, 37 (2), (pp. 404-411).
- David, P., Kochhar, R. & Levitas, E. (1998). The effect of institutional investors on the level and mix of CEO compensation. *Academy of Management Journal*, 41 (2), (pp. 200-208).
- De-Andres, P., Azofra, V. & Lopez, F.J. (2005). Corporate boards in OECD countries: Size, composition, functioning and effectiveness. *Corporate Governance: An International Review*, 13 (2), (pp. 197-210).
- De-Miguel, A., Pindado, J. & De La Torre, C. (2004). Ownership structure and firm value: New evidence from Spain. *Strategic Management Journal*, n. 25 (pp. 1199-1207).
- Donnelly, R. & Kelly, P. (2005). Ownership and board structures in Irish plcs. *European Management Journal*, 23 (6), (pp. 730-740).
- Fernandez, C., Arrondo, R. & Fernández, E. (2011). Corporate governance and executive pay in the Spanish market. *The Spanish Review of Financial Economics*, 9 (2), (pp. 55-68).
- Gispert, C. (1998). Board turnover and firm performance in Spanish companies. *Investigaciones Económicas*, 22 (3), (pp. 517-536).
- Gispert, C. y Ortín, P. (2002). Mecanismos de disciplina de los directivos en España: El consejo de administración y los sistemas de retribución. *Economía, Revista Vasca de Economía*, n. 50 (pp. 138-157).
- Hartzell, J.C. & Starks, L.T. (2003). Institutional investors and executive compensation. *Journal of Finance*, 58 (6), (pp. 2351-2374).
- Hermalin, B.E. & Weisbach, M.S. (2003). Boards of directors an endogenously determined institution: A survey of the economic literature. *Economic Policy Review*, 9 (1) (pp. 7-26).
- Jensen, M.C. (1993). The modern industrial revolution, exit and the failure of internal control systems. *Journal of Finance*, 48 (3), (pp. 831-880).
- Jensen, M.C. & Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: Managerial behaviour, agency cost and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3 (4), (pp. 305-360).
- Jensen, M.C. & Murphy, K.J. (1990). Performance and top management incentives. *Journal of Political Economy*, 98(2), (pp. 225-264).
- Khan, R., Dharwadkar, R. & Brandes, P. (2005). Institutional ownership and CEO compensation: A longitudinal examination. *Journal of Business Research*, 58 (8), (pp. 1078-1088).
- Mehran, H. (1995). Executive compensation, structure ownership, and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 38 (2), (pp. 163-184).
- Murphy, K.L. (1999). Executive compensation, in Ashenfelter, O. and Card, D. (eds). *Handbook of labor economics*, v. 3, New York: North Holland.
- La-Porta, R., López-de-Silanes, F. & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, 54 (2), (pp. 471-517).
- Leech, D. & Leahy, J. (1991). Ownership structure, control type classifications and the performance of large British companies. *Economic Journal*, n. 101, (pp. 1418-1437).

- Melle, M. (1998). Los sistemas de compensación de los directivos y consejeros empresariales: Incidencia sobre el gobierno de las empresas. *Cuadernos de Información Económica*, n. 136-137, (pp. 179-190).
- Salas, V. (2002). *El gobierno de la empresa*, Colección de Estudios Económicos de La Caixa, n. 29, Barcelona, España.
- Sanchez, G., Baixauli, J.S. & Lucas, M.E. (2011). Ownership structure and board effectiveness as determinants of TMT compensation in Spanish listed firms. *Journal of Business Economics and Management*, 12 (1), (pp. 92-109).
- Sapp, S.G. (2008). The impact of corporate governance on executive compensation. *European Financial Management*, 14 (4), (pp. 710-746).
- Tosi, H.L. & Gomez, L.R. (1994). CEO compensation monitoring and firm performance. *Academy of Management Journal*, 37 (4), (pp. 1002-1016).
- Vafeas, N. (2003). Further evidence on compensation committee composition as a determinant of CEO compensation. *Financial Management*, 32 (2), (pp. 53-70).
- Werner, S., Tosi, H.L. & Gomez-Mejia, L. (2005). Organizational governance and employee pay: how ownership structure affects the firm's compensation strategy. *Strategic Management Journal*, 26 (4), (pp. 377-384).
- Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, n. 40 (pp. 185-213).