

Los niveles retributivos del personal directivo en España: influencia de las características del consejo de administración y de la concentración accionarial

COMPENSATION LEVELS OF EXECUTIVE PERSONNEL IN SPAIN: INFLUENCE OF THE CHARACTERISTICS OF THE BOARD OF DIRECTORS AND OF CONCENTRATION OF SHAREHOLDINGS

ABSTRACT: This work aims to contribute to the field of research on Agency Theory, based on an approach that is different from the previous literature. It focuses on analysis of characteristics of the structure of the Board of Directors as mechanisms for control over the level of remuneration awarded to executive personnel, both in the context of "concentrated" as well as "dispersed" share ownership, with the aim of determining whether or not the postulates of this theory are applicable to both. To achieve this objective, the study is based on a sample of 80 traded Spanish companies for the period 2004-2007, to which crosscutting and panel data models are applied. The results obtained show that the characteristics that define the structure of the Board of Directors constitute efficient mechanisms for supervision and control of compensation received by Top Management, although its influence in this regard is conditioned by the concentration of ownership.

KEYWORDS: Board of Directors, executive compensation, property structure.

LES NIVEAUX RÉMUNÉRATEURS DU PERSONNEL DE DIRECTION EN ESPAGNE: INFLUENCE DES CARACTÉRISTIQUES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION ET DE LA CONCENTRATION ACTIONNAIRE

RÉSUMÉ : Ce travail représente une contribution pour le domaine d'investigation de la Théorie de l'Agence, d'une façon différente des publications précédentes, se centrant sur l'analyse des caractéristiques de la structure du Conseil d'Administration, en tant que mécanisme de contrôle du niveau de rémunération attribué au personnel de direction, dans un contexte de propriété actionnaire « concentré » ou « dispersé », afin de vérifier si les postulats de cette théorie peuvent s'appliquer dans les deux cas. On considère, pour arriver à cet objectif, un échantillon de 80 entreprises espagnoles pour la période 2004-2007 avec application de modèles de coupe transversale et de données groupées. Les résultats obtenus montrent que les caractéristiques qui définissent la structure du Conseil d'Administration constituent des mécanismes efficaces de supervision et de contrôle de la rémunération reçue par les hauts dirigeants, bien que leur influence soit conditionnée en ce sens par la concentration de la propriété.

MOTS-CLEFS: Conseil d'administration, rétribution de la direction, structure de propriété.

OS NÍVEIS DE RETRIBUIÇÃO DO PESSOAL DIRETIVO NA ESPANHA: INFLUÊNCIA DAS CARACTERÍSTICAS DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E DA CONCENTRAÇÃO ACIONÁRIA

RESUMO: Este trabalho pretende contribuir no campo de investigação da Teoria da Agência, com uma visão diferente às propostas da literatura precedente, concentrando-se na análise das características da estrutura do Conselho de Administração como mecanismos de controle sobre o nível de remuneração atribuído ao pessoal diretivo, tanto em contextos de propriedade acionária "concentrada" como "dispersa", a fim de comprovar se os postulados desta teoria são extensíveis a ambos. Para alcançar este objetivo, parte-se de uma amostra de 80 empresas espanholas de capital aberto, para o período 2004-2007, à que se aplicam modelos de corte transversal e dados painel. Os resultados obtidos mostram que as características que definem a estrutura do Conselho de Administração constituem mecanismos eficientes da supervisão e controle da retribuição recebida pela Alta Direção, ainda que, sua influência nesse sentido, vê-se condicionada pela concentração da propriedade.

PALAVRAS CHAVE: Conselho de Administração, retribuição diretivos, estrutura de propriedade.

CLASIFICACIÓN JEL: G32, M14, M52.

RECIBIDO: abril de 2010 APROBADO: noviembre de 2010.

CORRESPONDENCIA: Universidad de Castilla - La Mancha, Facultad de Ciencias Sociales, Avenida de los Alfares, 44, 16002, Cuenca (España).

CITACIÓN: Manzanque, M., Merino, E. & Banegas, R. (2011). Los niveles retributivos del personal directivo en España: influencia de las características del consejo de administración y de la concentración accionarial. *INNOVAR*, 21(40), 107-125.

Montserrat Manzanque

Profesora contratada doctora de la Universidad de Castilla-La Mancha, Facultad de Ciencias Sociales de Cuenca, Departamento de Administración de Empresas. Correo electrónico: Montserrat.MLizano@uclm.es

Elena Merino

Profesora asociada de la Universidad de Castilla-La Mancha, Facultad de Ciencias Jurídicas y Sociales de Toledo, Departamento de Administración de Empresas. Correo electrónico: Elena.Merino@uclm.es

Regino Banegas

Catedrático de universidad. Universidad de Castilla-La Mancha, Facultad de Ciencias Sociales de Cuenca, Departamento de Administración de Empresas. Correo electrónico: Regino.Banegas@uclm.es

RESUMEN: Este trabajo pretende contribuir en el campo de investigación de la teoría de la agencia, con una visión diferente a los planteamientos de la literatura precedente, centrándose en el análisis de las características de la estructura del consejo de administración como mecanismos de control sobre el nivel de remuneración atribuido al personal directivo, tanto en contextos de propiedad accionarial "concentrada" como "dispersa", a fin de comprobar si los postulados de esta teoría son extensibles a ambos. Para alcanzar este objetivo, se parte de una muestra de 80 empresas cotizadas españolas para el periodo 2004-2007, a la que se aplica modelos de corte trasversal y datos panel. Los resultados obtenidos muestran que las características que definen la estructura del consejo de administración constituyen mecanismos eficientes de la supervisión y control de la retribución recibida por la alta dirección, aunque su influencia en este sentido se ve condicionada por la concentración de la propiedad.

PALABRAS CLAVE: consejo de administración, retribución directivos, estructura de propiedad.

Introducción

Los escándalos corporativos de las últimas décadas (Enron, WorldCom, Global Crossing, Tycoon, Sunbeam, Healt South Corp., Parmalat, Ahold, y más recientemente AIG, Lehman Brothers, Merrill Lynch, caso Madoff) han desembocado en una crisis de confianza por parte de los inversores, provocando un gran interés por el estudio de los problemas de agencia y la identificación de los factores que afectan las relaciones entre los distintos agentes implicados en la gestión empresarial.

En este sentido, casos como los de Enron y AIG lograron extraer a la luz las desmesuradas retribuciones recibidas por el personal directivo, procedentes, especialmente, de incentivos relacionados con beneficios artificialmente

obtenidos, viéndose abocadas las sociedades a una situación de dificultad económica y financiera o, en el peor de los casos, a la quiebra (Ingley y Walt, 2005).

Las cifras son reveladoras en el caso español, donde el nivel retributivo, alcanzado por cada miembro de los consejos de administración, se situó en el ejercicio 2008, en término medio, en 108.000 € anuales, ocupando el tercer lugar en el ranking europeo, sólo por debajo de países como Suiza y Alemania (Informe Heidrick y Struggles, 2009).

Así pues, los niveles retributivos a nivel mundial han puesto en entredicho la conducta de determinados consejos de administración en relación con una de sus funciones principales: la supervisión y control sobre las retribuciones recibidas por el personal directivo¹.

En este contexto, se ha revelado necesario incrementar los esfuerzos orientados a la búsqueda de mecanismos que garanticen la eficiencia de la supervisión y del control ejercido por el consejo de administración sobre el establecimiento y aplicación del nivel retributivo del personal directivo. A este respecto, diversos estudios (Kren y Kerr, 1997; Conyon y Peck, 1998; Sánchez y Lucas, 2008) han indicado que las características de la estructura del consejo de administración de la empresa resultan relevantes para explicar el nivel de remuneración atribuido al personal directivo. Dichas características vienen determinadas por factores tales como el tamaño del consejo, la composición de este respecto a la incorporación de consejeros externos, la participación accionarial de sus miembros y la acumulación de poderes en los cargos de presidente del consejo y primer ejecutivo.

Hasta el momento, la mayoría de los trabajos realizados sobre esta materia se han ceñido a contextos de *propiedad accionarial dispersa*, no existiendo apenas evidencias de otros que examinen los de *propiedad accionarial concentrada*, factor que, además de estar presente en el mercado español², podría condicionar la eficiencia del

consejo de administración en su tarea de supervisión y control sobre las retribuciones percibidas por el personal directivo.

Por tanto, este trabajo pretende contribuir, en este campo de investigación, con una visión diferente a los planteamientos de la literatura precedente, al centrarse en el análisis de las características de la estructura del consejo (ya utilizadas en estudios previos e incorporadas a los códigos de buen gobierno, como factores eficientes de control corporativo) en contextos de propiedad accionarial "concentrada" y "dispersa", comprobando si los postulados de la teoría de la agencia sobre los mecanismos que permiten controlar los conflictos de intereses entre ejecutivos o directivos (agente) y los accionistas (principal), son extensibles a estos.

Para este fin, el presente trabajo se estructura en cuatro partes. En la primera, se realiza una revisión de la literatura precedente sobre el tema, planteando las hipótesis por contrastar. En la segunda, se describe el diseño de la investigación, definiéndose la muestra y las variables objeto de estudio. En la tercera, se recoge la aplicación de las técnicas estadísticas pertinentes y el análisis de los principales resultados, y, por último, en la cuarta parte se exponen las principales conclusiones.

Revisión de la literatura y planteamiento de hipótesis

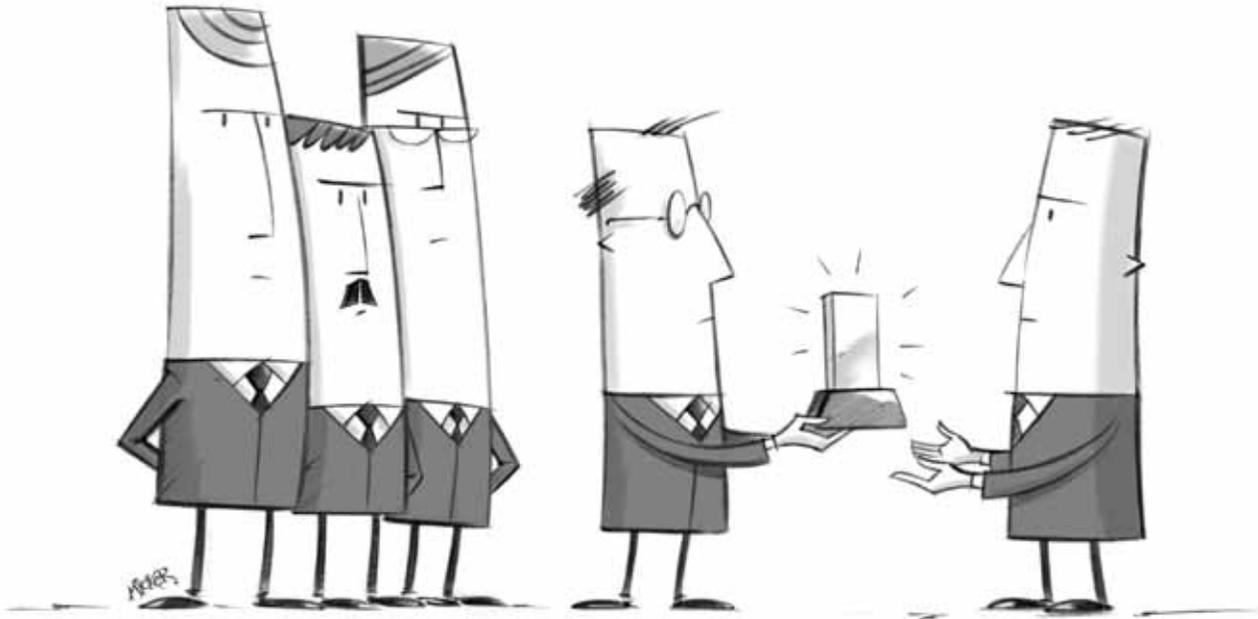
La teoría de la agencia ha propuesto diversos mecanismos, internos y externos (consejo de administración; diseño de contratos de compensación; junta general de accionistas; estructura financiera; estructura de propiedad; mercados de bienes y servicios; mercado de capitales; mercado de trabajo de los directivos y mercado de control corporativo), que permiten a las empresas ejercer un control corporativo, evitando los comportamientos oportunistas de directivos frente a los accionistas.

En España, al igual que en países como Japón u otros de la Europa continental³, los consejos de administración son los encargados, primordialmente, de cumplir el papel de alinear los intereses de accionistas y directivos. Sin embargo, si los mecanismos de control no son los adecuados, el personal directivo podría utilizar su poder para extraer la riqueza de la sociedad en detrimento de los

¹ En la denominación de personal directivo se distinguen las siguientes categorías: a) consejeros o miembros de órganos de administración de sociedades; b) directivos de régimen laboral común que llevan a cabo tareas directivas en la empresa y cuentan habitualmente con una elevada cualificación y retribución, acorde con sus responsabilidades; y c) personal de la alta dirección que desempeñan funciones inherentes a la titularidad jurídica de la empresa con plena autonomía y responsabilidad (Documento 19 de AECA, 2008).

² El mercado español no solo se caracteriza por el elevado nivel de concentración, sino también por presentar niveles significativos de acciones en manos de bancos, elevados cruces de propiedad entre empresas, cambio lento en la propiedad de los grandes bloques de acciones y bajo desarrollo de los mercados de acciones (Minguez y Martín, 2003).

³ La preponderancia de unos u otros mecanismos de control corporativo depende de las características normativas y de la propia cultura empresarial de cada país. Así, en países como Reino Unido o Estados Unidos, el mecanismo de control más importante lo constituye el mercado, concretamente la amenaza de adquisiciones hostiles que representan las ofertas públicas de acciones (OPA).



accionistas, como, por ejemplo, llevando a cabo una política errónea de inversiones (Denis *et al.*, 1996), un excesivo consumo de bienes no pecuniarios (Jensen, 1986) o a través del establecimiento de elevadas remuneraciones (Bebchuk *et al.*, 2002).

En relación con este último aspecto, estudios previos (Conyon y Peck, 1998; Core *et al.*, 1999) han demostrado que la capacidad del consejo para fijar una estructura retributiva óptima para el personal directivo, que, a su vez, maximice el valor de la empresa para los accionistas, depende de la estructura del mismo. Sin embargo, dicha estructura podría verse condicionada por el grado de concentración accionarial de la empresa, puesto que los accionistas mayoritarios podrían tener la capacidad suficiente para influir en la composición del propio consejo de administración.

Las retribuciones percibidas por los miembros de la alta dirección son explicadas, en este trabajo, a través de los factores que caracterizan a:

- a) la estructura del consejo de administración y
- b) el grado de concentración de la propiedad en manos del principal accionista.

Características de la estructura del consejo de administración

Las características de la estructura del consejo de administración vienen determinadas, entre otros, por los factores

que a continuación se exponen (Boyd, 1994; Core *et al.*, 1999; Conyon y He, 2008).

Acumulación de poderes, en una misma persona, de los cargos de Presidente del Consejo y Primer Ejecutivo.

Un factor relevante que caracteriza la estructura del consejo es la acumulación de poderes, al ostentar una misma persona los cargos de presidente del consejo y del ejecutivo de la empresa.

Aunque, teóricamente, la acumulación de poderes debería favorecer la transmisión de información y disminuir los costes de coordinación, este aspecto ha sido objeto de numerosas críticas, dado que podría derivar en la toma de decisiones sesgadas hacia los propios intereses del personal directivo (Jensen, 1993; Coles *et al.*, 2001).

En efecto, estudios empíricos previos sugieren que los problemas de agencia son superiores cuando el presidente del consejo es, a la vez, el máximo ejecutivo (Yermack, 1996), al incidir negativamente sobre el control del citado consejo (Morck *et al.*, 1988). Por este motivo, cabría esperar una relación positiva entre la existencia de concentración de poderes y el nivel retributivo del personal directivo.

Lo expuesto en este apartado hace que los autores planteen la siguiente hipótesis:

H1: *La coincidencia en una misma persona de las figuras de presidente del consejo y del ejecutivo implica una mayor retribución para el personal directivo.*

Número de consejeros externos en el consejo de administración.

Los consejos de administración están compuestos por consejeros internos (*insiders*)⁴ y consejeros externos (*outsiders*)⁵. La presencia de ambos tipos de consejeros aporta valor a la empresa, puesto que, mientras los internos, pese a que pueden tener objetivos interesados (ver Raheja, 2005), son una importante fuente de información para el consejo (Fernández y Gómez, 1999), los externos están sujetos a menos influencias, asegurando un mayor control, a pesar de disponer de menos información sobre las oportunidades y amenazas a las que se enfrenta la firma (Conyon y He, 2008; Linck *et al.*, 2008).

Pese a estas ventajas e inconvenientes, los distintos códigos de buen gobierno han resuelto recomendar que haya una mayoría de miembros externos en el consejo de administración, lo cual conduce a los autores a pensar que los consejeros externos son más eficaces en la búsqueda de los intereses de los accionistas. Las retribuciones, en consecuencia, cobrarían una menor importancia como mecanismo para alinear los intereses de directivos y accionistas.

En efecto, estudios empíricos previos (Conyon y Peck, 1998; Sánchez y Lucas, 2008) han demostrado que la presencia de un mayor número de consejeros externos redundaría en un menor nivel retributivo del personal directivo.

En virtud de estos planteamientos se propone la segunda hipótesis:

H2: *A mayor número de miembros externos en el consejo, menor nivel retributivo del personal directivo.*

La participación accionarial de los miembros del consejo de administración.

La teoría de la agencia recoge la idea, cada vez más extendida, de que la participación accionarial de los miembros del consejo de administración es un poderoso incentivo para ejercer el control (Shleifer y Vishny, 1997), consiguiendo alinear los intereses del personal directivo con los de los accionistas (*hipótesis de convergencia*). Sin embargo, también contempla la posibilidad de que una participación accionarial excesiva pueda ser utilizada por los consejeros internos para evitar su cese en caso de un comportamiento ineficiente (*hipótesis de atrincheramiento*).

Así pues, los resultados de algunas investigaciones empíricas (Morck *et al.*, 1988; Hermlin y Weisbach, 1991;

Fernández *et al.*, 1998; Grullon y Kanatas, 2001; Hillier y McColgan, 2001; Mínguez y Martín, 2003) muestran el predominio de una u otra hipótesis para distintos rangos de participación accionarial de los consejeros.

En el ámbito que nos ocupa, Cheng y Firth (2005) obtienen una relación negativa entre el porcentaje de acciones poseídas por los miembros del consejo de administración y el nivel de retribución percibido por el personal directivo, lo que interpretan como una menor necesidad de compensación, para alinear los intereses de accionistas y directivos, al recibir grandes cantidades de dividendos en efectivo por la posesión de sus acciones. También Boyd (1994) encuentra una relación negativa entre el nivel retributivo del personal directivo y la participación accionarial de los miembros del consejo de administración en la empresa.

A tenor de estos resultados se plantea la tercera hipótesis:

H3: *Cuanto mayor sea la participación accionarial de los miembros del consejo de administración, menor será el nivel retributivo del personal directivo.*

Tamaño del consejo de administración.

En principio, se podría afirmar que no existe un posicionamiento ecuánime respecto al tamaño del consejo de administración, de cara a garantizar la eficiencia en el desempeño de su función de supervisión y control. Algunos autores, como Pearce y Zahra (1992) y Lehn *et al.* (2003), coinciden en señalar que un tamaño elevado favorece la diversidad de criterio y el nivel de información sobre los factores que pueden influir en el valor de la empresa, mientras que otros, como Lipton y Lorsch (1992) y Jensen (1993), argumentan que ello implica obrar contra la rapidez y eficiencia en la toma de decisiones, debido a que podrían concurrir ciertos problemas de coordinación e información.

No obstante, la literatura previa (Pearce y Zahra, 1992; Melle, 1998; Core *et al.*, 1999; Randoy y Nielsen, 2002; Conyon y He, 2008; Sánchez y Lucas, 2008) coincide en señalar que el tamaño del consejo incide positivamente en el nivel retributivo percibido por el personal directivo. En efecto, autores como Melle (1998) y Sánchez y Lucas (2008), han puesto de manifiesto una menor eficiencia supervisora y controladora de los consejos de mayor tamaño, desencadenando, a su vez, una mayor presión corporativa para la consecución de mayores retribuciones. En virtud de esta concepción, se plantea la hipótesis:

H4: *A mayor tamaño del consejo de administración, mayor nivel retributivo del personal directivo.*

⁴ Aquellos consejeros que pertenecen al consejo por su condición de directivos de la empresa.

⁵ Aquellos consejeros que no tienen un cargo directivo en la empresa.

Grado de concentración de la propiedad accionarial

La preocupación por la repercusión del grado de concentración de la propiedad accionarial sobre la independencia del consejo de administración ha quedado patente en numerosos textos e investigaciones a nivel teórico (Fama y Jensen, 1983; Shleifer y Vishny, 1997; Cuervo-Carruza, 1998; Pérez *et al.*, 1999; Delgado *et al.*, 2008).

Estas investigaciones aluden a que una estructura de propiedad concentrada puede ser un mecanismo inhibitorio de comportamientos oportunistas del personal directivo, ya que se prevé que, debido a la importancia de la inversión realizada, las grandes participaciones accionariales encontrarán incentivos para ejercer una función de supervisión efectiva sobre el equipo ejecutivo, reduciendo así la posible expropiación de riqueza que estos pudieran efectuar a través de su influencia en las políticas retributivas y, por tanto, haciendo menos importante el problema de agencia entre accionistas y directivos.

Siguiendo este planteamiento, cabría esperar que las variables de control corporativo se implementen de igual modo en las empresas de propiedad accionarial "concentrada" que en las de la "dispersa", puesto que, en ambas situaciones, se evidencian problemas de agencia que requieren la supervisión y el control del consejo de administración para lograr niveles retributivos más moderados, acordes con el mercado.

Sin embargo, una estructura de propiedad concentrada también podría suponer desventajas, ya que los accionistas significativos podrían intervenir, en ciertas ocasiones, en las políticas retributivas, a fin de orientar las decisiones del consejo a su favor, expropiando riqueza al resto de los accionistas minoritarios (Lambert *et al.*, 1993). En este sentido, los mecanismos de control corporativo no ejercerían el efecto deseado sobre las retribuciones percibidas por la alta dirección.

Por estos motivos, se propone contrastar la hipótesis:

H5: *Las características de la estructura del consejo de administración, como mecanismos de control, mantienen la misma relación con el nivel retributivo del personal directivo, con independencia de que la propiedad accionarial de las empresas sea "concentrada" o "dispersa".*

Otras variables relacionadas con la retribución del personal directivo

Con la pretensión de abarcar un amplio espectro de variables, también se han considerado, como factores determinantes del nivel retributivo asignado al personal directivo, además de los anteriores, el tamaño de la empresa y su

rentabilidad, que ejercerán como variables de control en el modelo que se plantea posteriormente.

El tamaño de la empresa.

Está ampliamente demostrada la influencia positiva que ejerce el tamaño de la empresa sobre los niveles retributivos del personal directivo (Fernandes, 2005; Haid y Yurtoglu, 2006; Barontini y Bozzi, 2008), basado en la idea de que las más dimensionadas necesitan directivos más preparados y cualificados. En relación con esta idea, se deriva la hipótesis:

H6: *Cuanto mayor es el tamaño de la empresa, mayor será el nivel retributivo del personal directivo.*

La rentabilidad empresarial.

Aunque la rentabilidad de la empresa es una variable que puede ejercer influencia sobre el nivel retributivo del personal directivo, no existe un consenso sobre el tema, ya que la evidencia empírica no es unánime (Main *et al.*, 1996; Conyon y Murphy, 2000; Randoy y Nielsen, 2002), y los resultados obtenidos han dependido, en gran medida, del ratio utilizado para medirla.

Estudios previos (Boyd, 1994; Cheng y Firth, 2005; Lin, 2005) han mostrado una relación positiva entre la rentabilidad financiera y la retribución del personal directivo.

Acorde con los resultados indicados se plantea la hipótesis:

H7: *Cuanto mayor es la rentabilidad financiera de la empresa, mayor será el nivel retributivo del personal directivo.*

Metodología de estudio y diseño de la investigación

Muestra

Con el objetivo de contrastar las hipótesis que se han planteado previamente, se tomó una muestra de 80 empresas cotizadas en el Sistema de Interconexión Bursátil Español (SIBE) o mercado continuo⁶, para el periodo 2004-2007, a fin de poder realizar una comparativa longitudinal.

Las características de la muestra pueden observarse en la tabla 1.

⁶ No se consideraron las empresas financieras, puesto que sus particularidades podrían influir negativamente en la interpretación de los resultados obtenidos.

TABLA 1. Información descriptiva de la muestra.

Sector	N	%	% acumulado	Remuneración total media por miembros de la dirección. Miembros del consejo de administración y ejecutivos que no participan en tal órgano de gestión.			
				2004	2005	2006	2007
Petróleo y energía	9	11,3	11,3	229.243,71	243.947,22	267.394,85	286.120,85
Materiales básicos, industria y const.	24	30,0	41,3	116.756,55	122.931,73	138.059,09	146.800,74
Bienes de consumo	26	32,5	73,8	81.634,27	79.885,93	88.816,91	88.193,15
Servicios de consumo	8	10,0	83,8	124.669,44	133.703,66	150.643,09	171.146,18
Servicios financieros e inmobiliarias	10	12,5	96,3	71.105,42	69.180,66	82.593,36	143.126,87
Tecnología y telecomunicaciones	3	3,8	100,0	129.197,03	241.403,45	268.507,63	272.807,41
Total	80	100,0		114.636,30	122.017,55	135.822,66	150.127,35

Fuente: elaboración propia.

Los datos necesarios se han obtenido de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), de los Informes Anuales de Gobierno Corporativo y de las Cuentas Anuales correspondientes a cada una de las empresas. En ocasiones, también ha sido necesario consultar otras fuentes de información, tales como: las páginas web de las empresas; la información contenida en los diferentes registros de la Bolsa de Madrid o de Barcelona y la información contable recogida en la base de datos del Sistema de Análisis de Balances Ibéricos (SABI).

Variables consideradas en el modelo

Conforme a los argumentos expuestos, se partió de las variables comprendidas en la hipótesis planteada por Boyd (1994). Dicha hipótesis plantea que el control ejercido por los miembros del consejo de administración sobre la retribución del personal directivo depende, entre otras variables, de: 1) la dualidad de poderes entre el primer ejecutivo y el presidente del consejo (PCE); el ratio de consejeros externos (OTS) y la participación accionarial de los consejeros (PPC); 2) el tamaño de la empresa, medido por el logaritmo neperiano del activo total (LnAT), y 3) la rentabilidad financiera (ROE).

Asimismo, y para contrastar las hipótesis formuladas en este estudio, se añadió, como variable explicativa del nivel retributivo percibido por el personal directivo, el tamaño del consejo de administración (NMCA).

A partir de los datos disponibles, y para cada una de las empresas que componen la muestra, se obtuvieron de los Informes Anuales sobre Gobierno Corporativo, de forma manual, los importes agregados correspondientes a la *remuneración del personal directivo*, incluidos los que no ocupan cargos en el consejo de administración. El total de la compensación incluye los siguientes conceptos: retribución fija y variable, dietas, atenciones estatutarias, opciones

sobre acciones u otros instrumentos financieros, así como otros conceptos retributivos (Kato y Long, 2004; Haid y Yurtoglu, 2006; Crespi y Pascual-Fuster, 2008).

Siguiendo la práctica de estudios previos (Finkelstein y Hambrick, 1989; Boyd, 1994, y Cheng y Firth, 2005), se aplicó una transformación logarítmica de la variable dependiente, a fin de reducir la heterocedasticidad que podría presentar la misma. Asimismo, se eliminaron conceptos retributivos como las indemnizaciones, debido a que su carácter esporádico y su elevado volumen podrían distorsionar los resultados obtenidos y dificultar su interpretación.

Acorde con los planteamientos teóricos previos, se espera que la acumulación de poderes, el número total de miembros del consejo de administración, el tamaño de la empresa y la rentabilidad financiera (PCE, NMCA, LnAT, ROE) presenten una relación positiva con el nivel de retribución de la alta dirección.

Sin embargo, también se espera que el porcentaje de participación accionarial de los miembros del consejo de administración (PPC) y la proporción de consejeros externos (OTS) sobre el total de consejeros ejerzan una influencia negativa sobre el montante retributivo percibido por la alta dirección.

A efectos de profundizar en las características de la muestra respecto a las variables objeto de estudio, en la tabla 2 (panel A), se ofrecen los estadísticos descriptivos y las frecuencias que presentan en la misma las variables que constituyen el objeto de este estudio.

En relación con la coincidencia, en la misma persona, de la figura de presidente del consejo y primer ejecutivo de la empresa (PCE), los datos muestran una tendencia creciente a lo largo del periodo de estudio, produciéndose esta situación en un 75% de los casos en el año 2007 (tabla 2, panel B).

El tamaño medio de los consejos de administración de la muestra se sitúa en 11 miembros (tabla 2, panel A), valor próximo al obtenido por otros estudios realizados en el ámbito español, como el de Fernández *et al.* (1998), con una

cifra aproximada de 10,75 consejeros para el año 1993. También Sánchez y Lucas (2008) obtienen una media de 11 miembros para el periodo 2005-2006. Por su parte, para el mercado estadounidense, Lehn *et al.* (2003) y

TABLA 2 (Panel A). Análisis descriptivo de las variables.

2004					CORRELACIONES					
	Mínimo	Máximo	Media	Desviación típica	LnRTAD2004	PCE2004	OTS2004	PPC2004	NMCA2004	LnAT2004
LnRTAD2004	11,13	17,01	14,41	1,31						
PCE2004	0,00	1,00	0,53	0,50	0,276**					
OTS2004	0,33	1,00	0,79	0,13	-0,077	-0,187*				
PPC2004	0,00	0,97	0,25	0,26	-,291**	-0,075	-0,273**			
NMCA2004	4,00	21,00	11,20	4,23	0,596***	0,176	0,214*	-0,232**		
LnAT2004	16,45	24,66	19,88	1,80	0,679***	0,169	0,058	-0,231**	0,715***	
ROE2004	-93,67	447,24	60,17	94,78	0,389***	0,014	0,135	-0,160	0,492***	0,581***
2005					CORRELACIONES					
	Mínimo	Máximo	Media	Desviación típica	LnRTAD2005	PCE2005	OTS2005	PPC2005	NMCA2005	LnAT2005
LnRTAD2005	11,28	17,25	14,48	1,26						
PCE2005	0,00	1,00	0,58	0,50	0,290**					
OTS2005	0,50	1,00	0,80	0,12	-0,061	-0,296***				
PPC2005	0,00	0,99	0,27	0,27	-0,361***	-0,087	-0,267**			
NMCA2005	3,00	20,00	11,23	4,10	0,600***	0,122	0,218*	-0,165		
LnAT2005	16,60	24,65	20,04	1,80	0,724***	0,169	0,049	-0,158	0,703***	
ROE2005	-77,75	526,97	67,28	108,45	0,458***	0,096	-0,023	-0,139	0,436***	0,606***

* La correlación es significativa al nivel de 0,001(bilateral); ** La correlación es significativa al nivel de 0,05 (bilateral); *** La correlación es significativa al nivel de 0,01 (bilateral).

Esta tabla presenta un análisis descriptivo de la muestra respecto a las variables objeto de estudio: logaritmo neperiano de la retribución recibida por el personal directivo para el año *i* (LnRTAD); *dummy* con valor 1 cuando la figura del presidente del consejo coincide con el director general y 0 en caso contrario para el año *i* (PCE); número de consejeros externos sobre el número total de miembros del consejo de administración (OTS); tanto por uno de participación en el capital social de los miembros del consejo de administración (PPC); número total de miembros del consejo de administración en el año *i* (NMCA); tamaño de la empresa medido como el logaritmo neperiano del activo total contable (LnAT), y Resultado neto/ Patrimonio neto (ROE).

TABLA 2 (Panel A. Continuación). Análisis descriptivo de las variables.

2006					CORRELACIONES					
	Mínimo	Máximo	Media	Desviación típica	LnRTAD2006	PCE2006	OTS2006	PPC2006	NMCA2006	LnAT2006
LnRTAD2006	11,18	17,32	14,65	1,27						
PCE2006	0,00	1,00	0,61	0,49	0,208*					
OTS2006	0,50	1,00	0,80	0,13	0,013	-0,182				
PPC2006	0,00	0,99	0,24	0,26	-0,138	-0,147	-0,195*			
NMCA2006	3,00	22,00	11,20	4,05	0,524***	0,129	0,163	0,056		
LnAT2006	16,81	25,14	20,30	1,78	0,681***	0,179	0,080	-0,031	0,643***	
ROE2006	-30,66	1361,69	91,40	193,07	0,573***	0,024	-0,046	-0,075	0,289***	0,468***
2007					CORRELACIONES					
	Mínimo	Máximo	Media	Desviación típica	LnRTAD2007	PCE2007	OTS2007	PPC2007	NMCA2007	LnAT2007
LnRTAD2007	11,21	17,45	14,82	1,22						
PCE2007	0,00	1,00	0,75	0,44	0,146					
OTS2007	0,50	1,00	0,80	0,12	-0,049	-0,207*				
PPC2007	0,00	0,99	0,23	0,27	-0,216*	-0,016	-0,069			
NMCA2007	3,00	22,00	11,33	4,20	0,565***	-0,010	0,245**	-0,137		
LnAT2007	16,83	25,14	20,40	1,82	0,723***	0,226**	0,000	-0,106	0,606***	
ROE2007	-162,84	1649,87	84,86	215,51	0,399***	0,027	0,121	0,092	0,247**	0,415***

* La correlación es significativa al nivel de 0,001(bilateral); ** La correlación es significativa al nivel de 0,05 (bilateral); *** La correlación es significativa al nivel de 0,01 (bilateral).

Fuente: elaboración propia.

TABLA 2 (Panel B). Coincidencia, en una misma persona, de la figura de presidente del consejo y del ejecutivo de la empresa.

	2004		2005		2006		2007	
	N	%	N	%	N	%	N	%
No coinciden (0)	38	47,5	34	42,5	31	38,8	20	25,0
Coinciden (1)	42	52,5	46	57,5	49	61,3	60	75,0
Total	80	100,0	80	100,0	80	100,0	80	100,0

Fuente: elaboración propia.

TABLA 2 (Panel C). Frecuencia de la variable Número de miembros del consejo de administración (NMCA).

Número de miembros del consejo de administración	Número de empresas							
	2004		2005		2006		2007	
	N	%	N	%	N	%	2007	%
De 0 a 5	4	5,0	3	3,8	2	2,5	3	3,8
De 6 a 15	63	78,8	63	78,8	64	80,0	63	78,8
Más de 15	13	16,3	14	17,5	14	17,5	14	17,5
Total	80	100,0	80	100,0	80	100,0	80	100,0

Fuente: elaboración propia.

Coles *et al.* (2001) muestran en sus estudios un tamaño medio del consejo de 11 y 10,4 miembros, respectivamente.

Estos tamaños son consistentes con las recomendaciones del Código Conthe (2006), que sitúa la dimensión óptima entre 5 y 15. No obstante, un análisis más detallado de esta variable revela la existencia de un 17,5% de empresas con tamaños que superan esta recomendación, para el año 2007 (tabla 2, panel C).

En cuanto a la presencia de consejeros externos en el consejo de administración (OTS), se obtiene una media del 80% del total de consejeros, para el periodo 2004-2007 (tabla 2, panel A). Sánchez y Lucas (2008) alcanzan el mismo valor para una muestra de 120 empresas cotizadas españolas durante el periodo 2005-2006.

En relación con el porcentaje de participación accionarial de los miembros del consejo de administración, el valor medio obtenido oscila entre el 23% (2007) y el 27% (2006) del capital social (tabla 2, panel A). Estos resultados superan a los de estudios previos, como el de Fernández *et al.* (1998), en el que se obtuvo un porcentaje del 7% para el año 1993, y el de Mínguez y Martín (2003), cuya media

de participación, para el año 1999, fue del 13,6%, lo que hace suponer una tendencia creciente de esta variable.

Metodología estadística

Para contrastar las hipótesis, se optó por el desarrollo de un análisis de interrelación de variables con modelos de regresión jerárquica (método de introducción), siguiendo a autores como Sánchez y Lucas (2008) y Cohen y Cohen (1983), puesto que permite analizar el efecto interactivo de diversas variables independientes (independencia del consejo, tamaño de la empresa y rentabilidad financiera) sobre la explicación de la variable dependiente cuantitativa (retribución de la alta dirección).

Con el objetivo de identificar las variables por introducir en el modelo, se realizó un análisis previo de correlaciones, no mostrando ninguna de las variables seleccionadas una relación fuerte que pudiera introducir heterocedasticidad en el modelo.

En virtud de los planteamientos anteriores se definió el siguiente modelo:

$$LnRTAD_i = \beta_0 + \beta_1 PCE_i + \beta_2 OTS_i + \beta_3 PPC_i + \beta_4 NMCA_i + \beta_5 LnAT_i + \beta_6 ROE_i + \varepsilon_i \quad (1)$$

donde:

LnRTAD = Logaritmo neperiano de la retribución recibida por el personal directivo (consejeros y otros miembros de la dirección general no pertenecientes al consejo).

PCE = Variable *dummy* con valor 1, cuando la figura del presidente del consejo coincide con la del ejecutivo, y 0 en caso contrario (Boyd, 1994; Li, 1994; Conyon y He, 2008).

OTS = Número de consejeros externos sobre el total de consejeros (Core, Holthausen y Larcker, 1999, y Conyon y He, 2008).

PPC = Porcentaje de participación, en el capital social, de los miembros del consejo de administración (Boyd, 1994; Mínguez y Martín, 2003; Díaz y García, 2003; López y Saona, 2007 y Delgado *et al.*, 2008).

NMCA = Número de miembros del consejo de administración (Core *et al.*, 1999; Mínguez y Martín, 2003; Larcker *et al.*, 2007; Coles *et al.*, 2008; Conyon y He, 2008; Sánchez y Lucas, 2008).

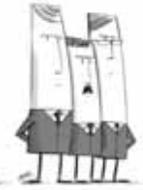
LnAT= Logaritmo neperiano del activo total contable como medida del tamaño de la empresa (Boyd, 1994; Cyert, Kang y Praveen, 2002; Cheung *et al.*,

2003; Ben Ali *et al.*, 2007; Wei, 2007; Barontini y Bozzi, 2008).

ROE= Rentabilidad financiera medida como el Resultado neto / Patrimonio neto (Boyd, 1994; Cheng y Firth, 2005; Lin, 2005).

ε = perturbación aleatoria que recoge los efectos no contemplados por el resto de las variables.

i = año para el que se toman los datos.



Del mismo modo, y para introducir en el estudio el efecto de la concentración de la propiedad accionarial, se optó por subdividir la muestra de empresas en dos grupos, cada uno de los cuales representa a empresas de propiedad accionarial "concentrada" o "dispersa", respectivamente. De allí se derivaron dos nuevas ecuaciones:

$$\text{LnRTADCONCEN}_{i1} = \beta_{01} + \beta_{11} \text{PCE}_{i1} + \beta_{21} \text{NMCA}_{i1} + \beta_{31} \text{INS1}_{i1} + \beta_{41} \text{PPC}_{i1} + \beta_{51} \text{LnAT}_{i1} + \beta_{61} \text{ROE}_{i1} + \varepsilon_{i1} \quad (2)$$

$$\text{LnRTADDISPERS}_{i2} = \beta_{02} + \beta_{12} \text{PCE}_{i2} + \beta_{22} \text{NMCA}_{i2} + \beta_{32} \text{INS1}_{i2} + \beta_{42} \text{PPC}_{i2} + \beta_{52} \text{LnAT}_{i2} + \beta_{62} \text{ROE}_{i2} + \varepsilon_{i2} \quad (3)$$

donde:

LnRTADCONCEN = Logaritmo neperiano de la retribución recibida por el personal directivo en las empresas "concentradas".

LnRTADDISPERS = Logaritmo neperiano de la retribución recibida por el personal directivo en las empresas "dispersas".

El nivel de concentración se midió tomando el tanto por uno de participación directa que posee el principal accionista (Reyes, 2002; Díaz y García, 2003; Haid y Yurtoglu, 2006; Delgado *et al.*, 2008). Asimismo, se siguió la propuesta de Eguidazu (1999), quien considera como límite para establecer la existencia de concentración la posesión por el accionista principal del 25% o más del capital. De este modo, se clasificaron como de propiedad accionarial "concentrada" aquellas empresas en las que existe un accionista principal que posee más del 25% del capital, y como de propiedad accionarial "dispersa" aquellas que no cumplen este criterio.

En último lugar, y puesto que se disponía de información referente a un conjunto de empresas para varios periodos de tiempo (datos panel), y a fin de aprovechar las ventajas que ello ofrecía, se aplicaron otras técnicas estadísticas, como son los modelos de efectos fijos o modelos de efectos aleatorios, a los que se hará referencia posteriormente. En concreto, las ecuaciones que se proponen son las siguientes:

Resultados

Desarrollo de modelos sobre los datos de corte trasversal

Sobre la muestra de 80 empresas se plantearon cuatro modelos diferentes, uno por cada uno de los años considerados (2004-2007), siguiendo la estructura definida previamente en la ecuación (1).

El nivel de significación de las variables y los criterios de ajuste del modelo (R^2 y valor de la F) se recogen en la tabla 3.

Los datos evidencian diferentes grados de significación en cada uno de los años examinados, aunque, en todos los casos que resultan significativos, la relación de las variables es la esperada. Todas las variables analizadas mantienen una relación positiva con el nivel retributivo de la alta dirección, a excepción del porcentaje de acciones poseído por los miembros del consejo de administración, que muestra

$$\text{LnRTAD}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{PCE}_{it} + \beta_2 \text{NMCA}_{it} + \beta_3 \text{INS1}_{it} + \beta_4 \text{PPC}_{it} + \beta_5 \text{LnAT}_{it} + \beta_6 \text{ROE}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

$$\text{LnRTADCONCEN}_{1t} = \beta_{01} + \beta_{11} \text{PCE}_{1t} + \beta_{21} \text{NMCA}_{1t} + \beta_{31} \text{INS1}_{1t} + \beta_{41} \text{PPC}_{1t} + \beta_{51} \text{LnAT}_{1t} + \beta_{61} \text{ROE}_{1t} + \varepsilon_{1t} \quad (5)$$

$$\text{LnRTADDISPERS}_{2t} = \beta_{02} + \beta_{12} \text{PCE}_{2t} + \beta_{22} \text{NMCA}_{2t} + \beta_{32} \text{INS1}_{2t} + \beta_{42} \text{PPC}_{2t} + \beta_{52} \text{LnAT}_{2t} + \beta_{62} \text{ROE}_{2t} + \varepsilon_{2t} \quad (6)$$

donde:

LnRTAD = Logaritmo neperiano de la retribución recibida por el personal directivo.

LnRTADCONCEN = Logaritmo neperiano de la retribución recibida por el personal directivo en las empresas "concentradas".

LnRTADDISPERS = Logaritmo neperiano de la retribución recibida por el personal directivo en las empresas "dispersas".

TABLA 3. Resultados de la aplicación del modelo a las empresas de la muestra con datos trasversales.

	Modelo explicativo de LnRTDA							
	2004		2005		2006		2007	
	β	Sig.	β	Sig.	β	Sig.	β	Sig.
Constante	8,376	0,000	8,001	0,000	8,391	0,000	8,674	0,000
PCE	0,381	0,087	0,298	0,142	0,271	0,201	0,032	0,887
OTS	-1,813	0,042	-1,949	0,032	-0,421	0,614	-1,499	0,070
PPC	-0,756	0,097	-1,136	0,002	-0,587	0,138	-0,687	0,053
NMCA	0,087	0,027	0,067	0,050	0,060	0,067	0,071	0,017
LnAT	0,322	0,001	0,370	0,000	0,281	0,001	0,322	0,000
ROE	0,000	0,999	-0,440	0,566	0,002	0,001	0,001	0,048
R ²	0,561		0,638		0,590		0,600	
R ² corregida	0,522		0,607		0,555		0,566	
Valor de la F	14,276		20,281		16,559		17,742	

Fuente: elaboración propia.

β (Constante): origen de la recta de regresión del modelo.

β (PCE, OTS, PPC, NMCA, LnAT, ROE): indica el cambio de la variable dependiente (LnRTDA) por cada unidad de la variable independiente (PCE, OTS ...).

Sig.: nivel de significación del estadístico F que permite observar si la relación entre la variable dependiente e independiente es significativa (Sig. \leq 0,05).

R²: expresa la proporción de varianza de la variable dependiente (LnRTDA) explicada por el modelo.

R² corregida: corrección a la baja de R² basada en el número de casos.

una relación negativa, indicando que un mayor porcentaje de acciones en manos del consejo se asocia a menores niveles retributivos. También la variable representativa del número de consejeros externos manifiesta una relación negativa respecto a la variable dependiente.

En resumen, los resultados derivados de la aplicación del modelo especificado apoyan las hipótesis 1, 2, 3, 4, 6 y 7, evidenciando que el control ejercido por los miembros del consejo de administración sobre la retribución del personal directivo depende, entre otras, del ratio de consejeros externos (OTS), de la participación accionarial de los consejeros (PPC), del tamaño del consejo de administración (NMCA), del tamaño de la empresa (LnAT) y de la rentabilidad financiera (ROE), si bien esta última tan solo resultó significativa en los dos últimos años considerados (2006 y 2007) (sig.= 0,001 y sig.= 0,048).

En lo relativo a la presencia de consejeros externos, significativa para los años 2004 (β = -1,813, sig.= 0,042) y 2005 (β = -1,949, sig.= 0,032), los resultados obtenidos son consistentes con los de Conyon y Peck (1998), quienes encuentran una relación negativa de esta variable con el nivel retributivo de los altos directivos. Asimismo, y en relación con el porcentaje de participación accionarial de los miembros del consejo (PPC), la relación es la esperada, coincidiendo con autores como Boyd (1994), Lambert *et al.* (1993) y Tosi y Gómez-Mejía (1989), resultando significativa para los años 2005 (β = -1,136, sig.= 0,002) y 2007 (β = -0,687, sig.= 0,053). Por el contrario, el tamaño del consejo de administración mostró una relación positiva con respecto a la retribución de los altos directivos, resultado que coincide con el obtenido por Álvarez y Neira (1999) y

Sánchez y Lucas (2008). Esta relación se muestra significativa para los años 2004 (β = 0,087, sig.= 0,027), 2005 (β = -0,067, sig.= 0,050) y 2007 (β = -0,071, sig.= 0,017).

Cabe destacar, sin embargo, que la variable duplicidad de poderes (PCE) tan solo evidenció una relación positiva y significativa (β = 0,381, sig.= 0,087) con respecto al nivel retributivo de la alta dirección, para el año 2004, que coincide con estudios previos como el de Westphal y Zajac (1995).

Influencia del grado de concentración de la propiedad del principal accionista

En cuanto a la inclusión, en este estudio, del efecto del grado de concentración de la propiedad del principal accionista, los resultados obtenidos de los modelos desarrollados indican que los factores condicionantes del nivel retributivo de la alta dirección en empresas "dispersas" o "concentradas", y caracterizadores de la estructura del consejo de administración, no son coincidentes, manifestándose rasgos diferenciados respecto a las variables significativas en cada uno de estos casos.

Resultados del modelo para empresas dispersas.

Respecto a las "empresas dispersas", los resultados obtenidos son consistentes con la Recomendación de la Comisión Europea de 15 de febrero de 2005⁷, que recoge como

⁷ Recomendación 2005/162/CE que trata sobre el papel de los administradores no ejecutivos o supervisores y de los comités de consejeros de administración en el ámbito de las empresas que cotizan en bolsa.

TABLA 4 (Panel A). Concentración de la propiedad en manos del principal accionista (PPP ≥ 25%).

	2004		2005		2006		2007	
	N	%	N	%	N	%	N	%
No concentradas (0)	50	62,5	52	65,0	46	57,5	48	60,0
Concentradas (1)	30	37,5	28	35,0	34	42,5	32	40,0
Total	80	100,0	80	100,0	80	100,0	80	100,0

No concentradas: porcentaje de propiedad en manos del principal accionista < 25%.

Concentradas: porcentaje de propiedad en manos del principal accionista ≥ 25%.

Fuente: elaboración propia.

TABLA 4 (Panel B). Modelos explicativos para empresas dispersas y concentradas.

	Modelo explicativo de LnRTDA ₁₁ empresas dispersas.							
	2004		2005		2006		2007	
	β	Sig.	β	Sig.	β	Sig.	β	Sig.
Constante	10,517	0,000	8,824	0,000	8,887	0,000	9,314	0,000
PCE	0,388	0,183	0,285	0,230	0,268	0,213	0,158	0,981
OTS	-0,750	0,481	-0,716	0,485	0,511	0,540	-0,585	0,035
PPC	-1,662	0,012	-1,581	0,002	-0,294	0,518	-0,749	0,423
NMCA	0,086	0,086	0,070	0,069	0,045	0,230	0,081	0,233
LnAT	0,178	0,127	0,283	0,004	0,229	0,012	0,251	0,022
ROE	0,004	0,141	0,002	0,269	0,003	0,011	0,001	0,032
R ²	0,642		0,715		0,674		0,611	
R ² corregida	0,586		0,672		0,624		0,554	
Valor de la F	11,364		16,711		13,432		10,735	
	Modelo explicativo de LnRTDA ₁₂ empresas concentradas.							
	2004		2005		2006		2007	
	β	Sig.	β	Sig.	β	Sig.	β	Sig.
Constante	3,978	0,278	5,206	0,147	4,854	0,144	4,524	0,075
PCE	0,242	0,480	0,149	0,700	-0,342	0,488	-0,561	0,085
OTS	-3,152	0,053	-3,906	0,031	-3,994	0,056	-4,234	0,004
PPC	-0,117	0,852	-0,812	0,196	-1,254	0,098	-0,694	0,106
NMCA	0,017	0,788	0,017	0,809	0,021	0,705	0,006	0,881
LnAT	0,620	0,002	0,603	0,003	0,626	0,003	0,670	0,000
ROE	0,000	0,913	0,000	0,975	0,002	0,041	0,001	0,412
R ²	0,617		0,649		0,658		0,795	
R ² corregida	0,513		0,553		0,568		0,742	
Valor de la F	5,915		6,777		7,361		14,910	

Fuente: elaboración propia.

β (Constante): origen de la recta de regresión del modelo.

β (PCE, OTS, PPC, NMCA, LnAT, ROE): indica el cambio de la variable dependiente (LnRTDA) por cada unidad de la variable independiente (PCE, OTS ...).

Sig.: nivel de significación del estadístico F que permite observar si la relación entre la variable dependiente e independiente es significativa (Sig. ≤ 0,05).

R²: expresa la proporción de varianza de la variable dependiente (LnRTDA) explicada por el modelo.

R² corregida: corrección a la baja de R² basada en el número de casos.

principal preocupación de las empresas dispersas que los gestores sean responsables ante los pequeños accionistas. Así pues, lo recomendable sería ligar los intereses de ambos, bien a través de la vinculación de su retribución a los propios resultados de la empresa o bien a través de la participación directa de los consejeros en el capital de la sociedad. En este sentido, las variables representativas de estos efectos se han mostrado significativamente relacionadas con el nivel retributivo percibido por la alta dirección en los modelos que se han planteado.

La variable porcentaje accionarial de los consejeros (PPC) muestra un efecto significativo y negativo sobre la retribución de los directivos durante los años 2004 ($\beta = -1,662$, sig.= 0,012) y 2005 ($\beta = -1,581$, sig.= 0,002), coincidiendo esta circunstancia con los planteamientos teóricos previos.

En cuanto a la rentabilidad financiera (ROE), aparece como un factor significativo, en relación con el nivel retributivo recibido por la alta dirección, para los dos últimos

años considerados (2006 y 2007). Concretamente, el coeficiente de esta variable en los modelos planteados es positivo ($\beta = 0,003$; $\beta = 0,001$) y significativo (sig.= 0,011; sig.= 0,001).

Resultados del modelo para empresas concentradas.

En relación con el grupo de empresas de propiedad "concentrada", las de mayor tamaño (LnAT) atribuyen superiores compensaciones a la alta dirección.

Asimismo, la variable OTS resulta significativa para todos los años considerados, revelándose este como uno de los aspectos explicativos del nivel retributivo percibido por la alta dirección. En este sentido, la presencia de consejeros externos en el consejo de administración contribuye a una reducción de la retribución del personal directivo en estas empresas "concentradas".

De igual modo, y para el año 2007, la variable PCE muestra un efecto significativo y negativo ($\beta = -0,561$, sig.= 0,085) respecto a las retribuciones de la alta dirección, lo que viene a significar que la concentración de poderes deriva en una menor retribución. Este resultado es consistente con la perspectiva teórica que plantea la idoneidad de la acumulación de poderes como fuente de eficiencia derivada de la unidad de criterio en la acción, aunque son contrarios al planteamiento de los Códigos de Buen Gobierno Corporativo desarrollados en el contexto español.

En términos generales, en los resultados de la tabla 4 se aprecia que el nivel de explicación de los modelos que agrupan a las empresas con base en el nivel de concentración de la propiedad se incrementa en relación con el modelo general (mayor valor de la R^2). En resumen, estos resultados ponen de manifiesto que el nivel de concentración de la propiedad incide en las variables que resultan significativas en la explicación de la relación entre las características del consejo y el nivel retributivo de la alta dirección. De este modo, cabe rechazar la hipótesis 5, y hace evidente la necesaria atención que habría de prestarse al grado de concentración de la propiedad de las empresas españolas a la hora de explicar el nivel retributivo percibido por la alta dirección.

Desarrollo de modelos mediante la metodología de datos panel

Con la intención de obtener mejores conclusiones sobre el efecto de las variables representativas de las características del consejo de administración sobre la retribución recibida por la alta dirección, se empleó un panel completo de datos que incluye los cuatro años considerados. De este

modo, la muestra de 80 empresas hace que se disponga de 320 observaciones (80 x 4).

La utilización de esta metodología viene derivada de la pretensión de conseguir la disposición de información que describa a cada uno de los individuos junto con los cambios a lo largo del tiempo (Hsiao y Lightwood, 1994).

El error aleatorio de los modelos basados en datos panel se descompone en $\varepsilon_{it} = \alpha_i + v_{it}$, donde α_i es el efecto individual o inobservado de cada empresa (heterogeneidad empresarial), invariante en el tiempo, y v_{it} es la perturbación aleatoria⁸.

Según la asunción que se realice con respecto a la naturaleza fija o aleatoria del efecto individual de cada empresa, se aplican modelos de efectos fijos (*Fixed-effects*)⁹ o efectos aleatorios (*Random-effects*)¹⁰. La selección de uno u otro método se realizó aplicando los contrastes de Breusch y Pagan (1979) y Hausman (1978), desarrollados para estos efectos.

La aplicación de estos contrastes aconsejan la utilización del método de efectos aleatorios para la muestra de empresas dispersas y también para el panel de datos completo, y el método de efectos fijos para las empresas concentradas.

Los resultados de la tabla 5 (panel C), para el panel completo, reafirman la idea de que las retribuciones de la alta dirección dependen de ciertas características del consejo de administración. Así pues, el porcentaje de consejeros externos y de participación del consejo en la propiedad accionarial se relacionan negativamente con el nivel retributivo percibido por los miembros del consejo de administración, mientras que el número de miembros del consejo de administración, el tamaño de la empresa y la rentabilidad lo hacen positivamente. Esto coincide con lo expuesto para la muestra de 80 empresas.

Respecto a los resultados de las empresas dispersas y concentradas, la metodología de datos panel también reafirma los resultados obtenidos previamente.

Considerando el efecto temporal de los datos, las relaciones de las variables se muestran consistentes con la teoría de la agencia. Así pues, en las empresas "concentradas",

⁸ Los modelos de datos panel también pueden incorporar efectos temporales persistentes y no observados (específicos de cada periodo y no incluidos explícitamente entre los regresores), aunque es común asumir que estos son fijos y, por tanto, incluidos en el término ε_{it} (Andreas *et al.*, 2010).

⁹ Asigna una variable *dummy* a cada empresa, incorporando el efecto de las variaciones entre empresas.

¹⁰ Presume que el efecto específico de la empresa es una variable aleatoria.

TABLA 5 (Panel A). Resultados del Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test para efectos aleatorios.

	Var.	sd=sqrt (Var)
LnRTAD	1.607	1,268
e	0,136	0,369
u	0,579	0,761
Chi ²	273.67	
Prob> chi ²	0,000	

Fuente: elaboración propia.

Contraste Chi² = si suponemos que $\alpha_i = \alpha + u_i$, siendo α una variable aleatoria con un valor medio α y una desviación aleatoria u_i , se contrasta hipótesis nula de que $\sigma_u^2 = 0$. El rechazo de esta hipótesis (p-value < 0,05) hace preferible el método de efectos aleatorios.

La Prob>chi² = 0,000 indica que los efectos aleatorios u_i son relevantes y es preferible usar la estimación de efectos aleatorios en vez de la agrupada.

TABLA 5 (Panel B). Resultados del test de Hausman para efectos fijos.

	Coeficientes		(b-B) Diferencia	Sqrt (diag(V_b-V_B)) S.E.
	(b)	(B) random_eff-s		
PCE	0,020	0,080	-0,061	0,042
OTS	-1,018	-1,092	0,073	0,217
PPC	-0,628	-0,683	0,054	0,105
NMCA	0,093	0,082	0,011	0,013
LnAT	0,373	0,333	0,040	0,050
ROE	0,001	0,001	0,000	0,000
Chi ²	3,60			
Prob> chi ²	0,7309			

Fuente: elaboración propia.

Test de contraste Chi²: si la prueba se rechaza (p-value < 0,05), significa que al menos algunas variables dicotómicas, representativas del efecto de cada empresa sobre el modelo, pertenecen al modelo y, por tanto, es necesario utilizar el método de efectos fijos.

La Prob>chi² = 0,7309 indica que es preferible el método de efectos aleatorios.

TABLA 5 (Panel C). Regresión de efectos aleatorios (Random-effects GLS regression).

LnRTDA	Coef.	Std. Err.	Z	P>[z]	[95% Conf. Interval]	
PCE	0,081	0,086	0,94	0,349	-0,088	0,249
OTS	-1,092	0,383	-2,85	0,004	-1,843	-0,340
PPC	-0,683	0,181	-3,78	0,000	-1,037	-0,329
NMCA	0,082	0,017	4,93	0,000	0,049	0,115
LnAT	0,333	0,045	7,31	0,000	0,244	0,422
ROE	0,001	0,000	4,90	0,000	0,000	0,001
Constante	7,822	0,893	8,76	0,000	6,071	9,573
sigma_u	0,761					
sigma_e	0,367					
rho	0,809					
R-sq	within	0,2895		Wald chi ² (6)	205,08	
	between	0,6072		Prob>chi ²	0,000	
	overall	0,5756				

Fuente: elaboración propia.

Coef: coeficientes estimados para cada variable del modelo.

Std.Err.: error estándar

Z: estadística de la distribución normal estándar (Z)

P>[z]: significatividad de la Z.

[95% Conf. Interval]: intervalo de confianza para el valor de los coeficientes estimados.

es la variable OTS, representativa del porcentaje de consejeros externos, la que se relaciona negativamente con el nivel de retribución percibido por la alta dirección. Por el contrario, en las empresas "dispersas", la variable significa-

tiva es el porcentaje de acciones en poder del consejo de administración (PPC), puesto que, en este último caso, lo importante es alinear los intereses de accionistas y la alta dirección de la sociedad.

TABLA 6 (Panel A). Resultados del Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test para efectos aleatorios. Empresas dispersas

	Var.	sd=sqrt (Var)
LnRTAD	1.379	1,174
E	0,121	0,348
U	0,439	0,662
Chi ² (1)	144,66	
Prob> chi ²	0,000	

Fuente: elaboración propia.

Test de contraste Chi²: la Prob>chi² = 0,000 indica que los efectos aleatorios u_i son relevantes y es preferible usar la estimación de efectos aleatorios en vez de la agrupada.

TABLA 6 (Panel B). Resultados del test de Hausman para efectos fijos. Empresas dispersas

	Coeficientes		(b-B) Diferencia	Sqrt (diag(V_b-V_B)) S.E.
	(b)	(B) random_eff-s		
PCE	-0,141	0,064	-0,204	0,100
OTS	-0,728	-0,751	0,024	0,364
PPC	-1,380	-0,966	-0,413	0,367
NMCA	0,126	0,097	0,028	0,021
LnAT	0,420	0,259	0,162	0,082
ROE	0,002	0,001	0,000	0,000
Chi ² (6)	7,30			
Prob> chi ²	0,2939			

Fuente: elaboración propia.

Test de contraste Chi²: la Prob>chi² = 0,2939 indica que es preferible el método de efectos aleatorios.

TABLA 6 (Panel C). Regresión de efectos aleatorios (Random-effects GLS regression). Empresas dispersas

LnRTDA	Coef.	Std. Err.	Z	P>[z]	[95% Conf. Interval]	
PCE	0,063	0,129	0,49	0,623	-0,190	0,318
OTS	-0,751	0,488	-1,54	0,124	-1,708	0,206
PPC	-0,966	0,315	-3,07	0,002	-1,584	-0,349
NMCA	0,097	0,021	4,60	0,000	0,056	0,139
LnAT	0,258	0,054	4,82	0,000	0,153	0,364
ROE	0,001	0,000	4,46	0,000	0,000	0,001
Constante	9,041	1,065	8,49	0,000	6,955	11,128
sigma_u	0,663					
sigma_e	0,348					
rho	0,784					
R-sq	within	0,267		Wald chi ² (6)	131,770	
	between	0,654		Prob>chi ²	0,000	
	overall	0,613				

Fuente: elaboración propia.

Coef.: coeficientes estimados para cada variable del modelo.

Std.Err.: error estándar

Z: estadística de la distribución normal estándar (Z)

P>[z]: significatividad de la Z.

[95% Conf. Interval]: intervalo de confianza para el valor de los coeficientes estimados.

TABLA 7 (Panel A). Resultados del Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test para efectos aleatorios. Empresas concentradas

	Var.	sd=sqrt (Var)
LnRTAD	1,962	1,400
E	0,154	0,392
U	0,473	0,688
Chi ² (1)	83,90	
Prob> chi ²	0,000	

Fuente: elaboración propia.

Test de contraste Chi²: la Prob>chi² = 0,000 indica que los efectos aleatorios u_i son relevantes y es preferible usar la estimación de efectos aleatorios en vez de la agrupada.

TABLA 7 (Panel B). Resultados del test de Hausman para efectos fijos. Empresas concentradas

	Coeficientes		(b-B) Diferencia	Sqrt (diag(V_b-V_B)) S.E.
	(b)	(B) random_eff-s		
PCE	0,143	0,062	0,081	0,073
OTS	-1,431	-2,185	0,754	0,382
PPC	-0,479	-0,453	-0,027	0,154
NMCA	0,089	0,055	0,034	0,026
LnAT	0,266	0,459	-0,194	0,076
ROE	0,000	0,001	-0,000	0,000
Chi ² (6)			14,23	
Prob> chi ²			0,027	

Fuente: elaboración propia.

Test de contraste Chi²: la Prob>chi² = 0,027 indica que es preferible el método de efectos fijos.

TABLA 7 (Panel C). Regresión de efectos fijos (Fixed-effects regression). Empresas concentradas

LnRTDA	Coef.	Std. Err.	t	P>[t]	[95% Conf. Interval]	
PCE	0,143	0,156	0,92	0,360	-0,167	0,453
OTS	-1,431	0,712	-2,01	0,048	-2,848	-0,013
PPC	-0,479	0,286	-1,68	0,097	-1,049	0,089
NMCA	0,089	0,037	2,42	0,018	0,016	0,164
LnAT	0,266	0,107	2,47	0,016	0,051	0,479
ROE	0,000	0,000	2,51	0,014	0,000	0,001
Constante	9,148	2,164	4,23	0,000	4,840	13,455
sigma_u	0,864					
sigma_e	0,392					
rho	0,829					
R-sq	within	0,3405		F (6,78)	6,71	
	between	0,6276		Prob>chi ²	0,000	
	overall	0,5955				

Fuente: elaboración propia.

Coef: coeficientes estimados para cada variable del modelo.

Std.Err.: error estándar

Z: estadística de la distribución normal estándar (Z)

P>[z]: significatividad de la Z

[95% Conf. Interval]: intervalo de confianza para el valor de los coeficientes estimados.

Un resumen de los resultados obtenidos, para todos los modelos reveladores de estas diferencias, se presenta en la tabla 8.

TABLA 8. Resumen de las variables significativas en el modelo desarrollado.

Variables significativas relacionadas con la retribución de la Alta Dirección (LnRTAD)			
Relaciones esperadas: (+) PCE; (-) (+) OTS; (-)(+) PPC; (+) NMCA; (+) LnAT; (+) ROE.			
	DATOS DE CORTE TRANSVERSAL		
	Modelo general	Empresas dispersas	Empresas concentradas
2004	(+)PCE (-) OTS (-) PPC (+) NMCA (+) LnAT	(-) PPC (+) NMCA	(-) OTS (+) LnAT
2005	(-) OTS (-) PPC (+) NMCA (+) LnAT	(-) PPC (+) NMCA (+) LnAT	(-) OTS (+) LnAT
2006	(+) NMCA (+) LnAT (+) ROE	(+) LnAT (+) ROE	(-) OTS (-) PPC (+) LnAT
2007	(-) OTS (-) PPC (+) NMCA (+) LnAT	(+) NMCA (+) LnAT (+) ROE	(-) PCE (-) OTS (+) LnAT
PANEL COMPLETO DE DATOS (2004-2007)			
(+) NMCA (+) LnAT (+) ROE			
PANEL DE DATOS (2004-2007) Empresas dispersas		PANEL DE DATOS (2004-2007) Empresas concentradas	
(-) PPC (+) NMCA (+) LnAT (+) ROE		(-) OTS (+) NMCA (+) LnAT (+) ROE	

Fuente: elaboración propia
 Logaritmo neperiano de la retribución recibida por el personal directivo para el año *i* (LnRTAD); *dummy* con valor 1 cuando la figura del presidente del consejo coincide con el director general y 0 en caso contrario para el año *i* (PCE); número de consejeros externos sobre el número total de miembros del consejo de administración (OTS); tanto por uno de participación en el capital social de los miembros del consejo de administración (PPC); número total de miembros del consejo de administración en el año *i* (NMCA); tamaño de la empresa medido como el logaritmo neperiano del activo total contable (LnAT), y Resultado neto/ Patrimonio neto (ROE).

Conclusiones

Las retribuciones otorgadas al personal directivo son objeto de gran preocupación para los distintos agentes socioeconómicos, debido a que los diferentes escándalos financieros acaecidos en Europa y Estados Unidos en los últimos tiempos han revelado las desproporcionadas cuantías retributivas percibidas por consejeros y directivos. Estas prácticas han conducido a plantearse: ¿Cómo afectan

las características de la estructura del consejo de administración, como factores determinantes de su eficiencia en el cumplimiento de la labor de supervisión y control, en la retribución recibida por el personal directivo?

Para analizar esta problemática, y considerando la literatura previa, este trabajo se centró en un nuevo enfoque que incorpora, en el modelo objeto de estudio, la concentración de la propiedad, rasgo particular de las empresas españolas, a fin de observar su incidencia, significativa o no, en el nivel de independencia del consejo de administración a los efectos de ejercer su función de supervisión y control sobre las retribuciones del personal directivo. Por ello, el objetivo principal ha sido contrastar si las características de la estructura del consejo de administración y la retribución recibida por el personal directivo mantienen unas relaciones constantes y significativas, al discriminar entre empresas con propiedad accionarial "concentrada" y "dispersa".

Partiendo del modelo explicativo de la retribución de la alta dirección desarrollado por Boyd (1994), este estudio evidencia que, en general, los postulados de la teoría de la agencia pueden trasladarse al contexto español, aunque la concentración de propiedad de la empresa española condiciona la relación existente entre las características del consejo de administración y las retribuciones percibidas por el personal directivo.

Los resultados derivados de la aplicación de modelos de corte trasversal y datos panel, a una muestra de 80 empresas cotizadas españolas para el periodo 2004-2007, ponen de manifiesto que es importante el seguimiento de las recomendaciones de los códigos de buen gobierno corporativo para conseguir un control efectivo sobre las retribuciones de la alta dirección. Así pues, el porcentaje de consejeros externos y la participación accionarial de los miembros del consejo contribuyen a la reducción de la retribución del equipo directivo, constituyéndose herramientas eficaces para evitar los conflictos de intereses que a este respecto pudieran surgir entre directivos y accionistas. Por el contrario, el tamaño del consejo de administración contribuye a un incremento de la retribución, debiendo considerarse como un elemento por controlar, en consonancia con las recomendaciones de los códigos de buen gobierno corporativo, a fin de evitar una posible extracción de riqueza por parte de los miembros de la alta dirección a través de sus propias retribuciones.

Tomando en consideración la concentración de la propiedad accionarial, los resultados son aún más reveladores. El modelo de empresas de propiedad accionarial "dispersa" muestra que la retribución del personal directivo se halla acorde con las prácticas de buen gobierno corporativo,

vinculándose negativamente con el porcentaje de participación en el capital de los miembros del mismo (PPC). Por su parte, el modelo de empresas de propiedad accionarial "concentrada" incluye la variable porcentaje de consejeros externos como variable explicativa del nivel retributivo de la alta dirección.

Lo anterior revela que los factores de control corporativo propuestos desde los desarrollos de la teoría de la agencia son aplicables al contexto español, pero con ciertas matizaciones, ya que el control de la retribución se ve condicionado por la concentración de la propiedad.

No obstante, y contrario a lo que recomiendan los códigos de buen gobierno, en ninguno de los casos estudiados la variable de concentración de poderes en una misma persona del primer ejecutivo y del presidente del consejo (PCE) se muestra significativa para explicar dicho nivel retributivo, coincidiendo con los postulados que no atribuyen a esta circunstancia un efecto negativo sobre las retribuciones percibidas por los miembros de la alta dirección, no siendo, en consecuencia, un factor inductor de extracción de riqueza.

Finalmente, se puede concluir que los resultados de este estudio confirman la necesidad de cumplir las recomendaciones de buen gobierno, (a través de todos los mecanismos propuestos, a excepción de la no acumulación de poderes en las figuras del primer ejecutivo y del presidente del consejo) al objeto de evitar extracciones de riqueza a través del establecimiento de elevadas retribuciones para la alta dirección. No obstante, la incidencia de los citados mecanismos de control sobre la retribución depende, según los resultados obtenidos, del grado de concentración de la propiedad.

Referencias bibliográficas

- AECA (2008). *Documento nº 19: Retribución del Alto Directivo y Gobierno Corporativo*. Madrid: Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas.
- Andreas, J. M., Rapp, M. S. & Wolff, M. (2010). Determinants of Director Compensation in Two-Tier Systems: Evidence from German Panel Data. *Review of Managerial Science*, Forthcoming. Disponible en: <http://ssrn.com/abstract=1486325>
- 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), 83-108.
- Barontini, R. & Bozzi, S. (2008). Executive compensation and ownership structure: empirical evidence for Italian listed companies. Extraído el 6 de octubre de 2008 desde: <http://www.efmaefm.org>
- Bebchuk, I. A., Fried, J. N. & Walker, D. I. (2002). Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation. *The University of Chicago Law Review*, 69, 751-846.
- Ben Ali, C., Trabelsi, S. & Gettler Summa, M. (2007). *Disclosure quality and ownership structure: evidence from the French Stock Market*. Extraído el 6 de octubre de 2008 desde: <http://www.essec-kpmg.net>
- Boyd, B. K. (1994). Board control and CEO compensation. *Strategic Management Journal*, 15, 335-344.
- Boyd, B. K. (1995). CEO duality and firm performance: A contingency model. *Strategic Management Journal*, 16, 301-312.
- Breusch, T.S. & Pagan, A.R. (1979). A Simple Test for Heteroscedasticity and Random Coefficient Variation. *Econometrica*, 47(5), 1287-1295.
- Cheng, S. & Firth, M. (2005). Ownership, corporate governance and top management pay in Hong Kong. *Corporate Governance*, 13(2), 291-302.
- Cheung, Y., Stouraitis, A. & Wong, A. (2003). *Ownership concentration and executive compensation in closely held firms: evidence from Hong Kong*. Extraído el 2 de octubre de 2008 desde: <http://ssrn.com/abstract=1009149>
- Cohen, J. & Cohen, P. (1983). *Applied multiple regression/correlation analysis for the behavioural sciences*. Hillsdale, NJ: Lawrence Erlbaum.
- Coles, J. W., Daniel, N. & Naveen, L. (2008). Boards: Does one size fit all? *Journal of Management*, 27(1), 23-50.
- Coles, J. W., McWilliams, V. B. & Sen, N. (2001). An examination of the relationship of governance mechanisms to performance. *Journal of Management*, 27(1), 23-50.
- Comisión de las Comunidades Europeas (2005). *Recomendación de la Comisión relativa al papel de los administradores no ejecutivos o supervisores y al de los comités de consejos de administración o de supervisión, aplicables a las empresas que cotizan en bolsa (2005/162/EC)*. Bruselas: European Commission the EU single market, 25 de febrero de 2005.
- Comisión especial para el estudio de un código ético de los consejos de administración de sociedades (1998). *El gobierno de las sociedades cotizadas*. Informe Olivencia.
- Comisión especial para el fomento de la transparencia y seguridad en los mercados y en las sociedades cotizadas (2003). *Informe de la comisión especial para el fomento de la transparencia y seguridad en los mercados y en las sociedades cotizadas*. Informe Aldama.
- Conyon, M. J. & He, L. (2008). Executive compensation and CEO equity incentives in China's listed firms. Extraído el 5 de marzo de 2009 desde: <http://ssrn.com/abstract=1261911>
- Conyon, M. J. & Murphy, K. J. (2000). The Prince and the Pauper? CEO pay in the United States and United Kingdom. *The Economist Journal*, 110, 640-671.
- Conyon, M. J. & Peck, S. I. (1998). Board control, remuneration committees, and top management compensation. *Academy of Management Journal*, 41(2), 146-157.
- 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), 269-305.
- Crespi, R. & Pascual-Fuster, B. (2008). Executive directors pay and networks in Spanish Listed Companies. Extraído el 2 de octubre de 2008 desde: <http://ssrn.com/abstract=1287100>
- Cuervo-Carruza, A. (1998). La reforma del consejo de administración en España: Límites a la aplicación de los modelos anglosajones. *Información Comercial Española*, 769, 9-21.
- Cyert, R. M., Kang, S. & Praveen, K. (2002). Corporate governance, takeovers and top-management compensation: theory and evidence. *Management Science*, 48(4), 453-469.
- Delgado, J. B., De Quevedo, E. & Blanco, V. (2008). La influencia de la estructura de propiedad sobre la reputación corporativa. Eviden-

- cia empírica para el caso Español. *Contabilidad y Tributación. Comentarios y casos prácticos*, 307, 185-208.
- Denis, D. J., Denis, D. K. & Sarin, A. (1996). Agency problems, equity ownership, and corporate diversification. *Journal of Finance*, 52(1), 135-160.
- Díaz, B. y García, M. (2003). Estructura accionarial y creación de valor. Análisis empírico del comportamiento supervisor y de los beneficios privados de los inversores. *Economía Industrial*, 352, 145-162.
- Eguidazu Mayor, S. (1999). *Creación de valor y gobierno de la empresa*. Madrid: Editorial Gestión 2000.
- Fama, E. & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26, 301-325.
- Fernandes, N. (2005). Board Compensation and firm performance: The role of "independent" board members. *Working Paper N° 104/2005*, ECGI Working Paper Series in Finance.
- Fernández, A. I. y Gómez, S. (1999). El gobierno de la empresa: mecanismos alineadores y supervisores de las actuaciones directivos. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 100, 355-380.
- Fernández, A. I., Gómez Ansón, S. y Fernández Méndez, C. (1998). El papel supervisor del consejo de administración sobre la actuación gerencial. Evidencia para el caso español. *Investigaciones económicas*, 22, 501-516.
- Ferrarini, G., Moloney, N. & Vespro, C. (2003). Executive remuneration in the UE: comparative law and practice. *Law Working Paper N° 09/2003*. Extraído el 15 de abril de 2009 desde: <http://ssrn.com/abstract=419120>
- Finkelstein, S. & Hambrick, D. C. (1989). Chief executive compensation: a study of the intersection of markets and political processes. *Strategic Management Journal*, 10, 121-134.
- Grullon, G. & Kanatas, G. (2001). *Managers incentives, capital structure, and firm value: evidence from dual-class stocks*. Rice University Working Paper, USA.
- Grupo Especial de Trabajo sobre Buen Gobierno (2006). *Informe del Grupo Especial de Trabajo sobre el Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas*. Código Unificado de Buen Gobierno.
- Haid, A. & Yurtoglu, B. B. (2006). *Ownership structure and executive compensation in Germany*. Extraído el 1.º de octubre de 2008 desde: <http://ssrn.com/abstract=948926>
- Hausman, J. (1978). Specification Tests in Econometrics. *Econometrica*, 46, 1251-1271.
- Hermalin, B. & Weisbach, M. S. (1991). The effect of board composition and direct incentives on corporate performance. *Financial Management*, 20, 101-112.
- Hillier, D. & McColgan, P. (2001). *Insider ownership and corporate value: An empirical test from the United Kingdom corporate sector*. Ponencia presentada al Financial Management Meeting, Paris.
- Hsiao, C. y Lightwood, J. (1994). Análisis de especificación para datos panel. *Cuadernos Económicos del ICE*, 56, 6-27.
- Informe Heidrick & Struggles (2009). Boards in turbulent time. Corporate Governance Report, 2009. Heidrick & Struggles International Inc.
- Ingle, C. & Walt, N. (2005). Do board processes influence director and board performance? Statutory and performance implications. *Corporate Governance: An International Review*, 13, 632-653.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *The Journal of Finance*, 48(3), 831-880.
- Kato, T. & Long, C. (2004). *Executive compensation, firm performance, and ownership structure: an empirical study of listed firms in China*. Extraído el 15 de octubre de 2008 desde: <http://www.wesleyan.edu/econ/ChinaStockMarket.pdf>
- Kren, L. & Kerr, J. L. (1997). The effects of outside directors and board shareholdings on the relation between Chief Executive compensation and firm performance. *Accounting and Business Research*, 27(4), 297-309.
- Lambert, R. A., Larker, D. F. & Weigelt, K. (1993). The structure of organizational Incentives. *Administrative Science Quarterly*, 38, 438-461.
- Larcker, D. F., Richardson, S. A. & Tuna, I. (2007). Corporate governance, accounting outcomes and organizational performance. *The Accounting Review*, 82(4), 963-1008.
- Lehn, K., Patro, S. & Zhao, M. (2003). *Determinants of the size and structure of corporate boards: 1935-2000*. Extraído el 5 de abril de 2009 desde: <http://ssrn.com/abstract=470675>
- Li, J. (1994). Ownership structure and Board composition: a multi-country test of agency theory predictions. *Managerial and Decision Economics*, 15, 359-368.
- Lin, Y. (2005). Corporate Governance, Leadership structure and CEO compensation: Evidence from Taiwan. *Corporate Governance*, 13(6), 824-835.
- Linck, J. S., Netter, J. M. & Yang, T. (2008). The determinants of Board Structure. *Journal of Financial Economics*, 87(2), 308-328.
- Lipton, M. & Lorsch, J. W. (1992). A modest proposal for improved corporate governance. *Business Lawyer*, 48, 59-77.
- López Iturriaga, F. y Saona Hoffman, P. (2007). Endeudamiento, dividendos y estructura de propiedad como determinantes de los problemas de agencia en la gran empresa española. *Cuadernos de Economía y Dirección de Empresas*, 31, 119-146.
- Main, B. G., Bruce, A. & Buck, T. (1996). Total Board Remuneration and Company Performance. *The Economist Journal*, 106, 1627-1644.
- Melle Hernández, M. (1998). Los sistemas de compensación de los directivos y consejeros empresariales: incidencia sobre el gobierno de las empresas. *Cuadernos de Información Económica*, 136-137, 179-190.
- Mínguez, A. y Martín, J. F. (2003). El Consejo de Administración como mecanismo de control: evidencia para el mercado español. *Working Paper WP-EC 2003-02*, Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas.
- Morck, R., Shleifer, A. & Vishny, R. W. (1988). Management ownership and market valuation: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 20, 293-315.
- Pearce, J. A. & Zahra, S. A. (1992). Board compensation from a strategic contingency perspective. *Journal of Management Studies*, 29, 411-438.
- Pérez, M. P., De la Fuente, J. M. y Hernangómez, J. (1999). Un modelo contractual para la retribución de los altos directivos. *Revista de dirección, organización y administración de empresas*, 21, 20-34.
- Raheja, C. G. (2005). Determinants of board size and composition: a theory of corporate boards. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40(2), 283-306.
- Randoy, T. & Nielsen, J. (2002). Company Performance, Corporate Governance, and CEO Compensation in Norway and Sweden. *Journal of Management and Governance*, 6, 57-81.
- Reyes, L. E. (2002). La estructura de propiedad y control de las empresas no financieras cotizadas: una descripción de la situación ac-

- tual ante las reformas del gobierno corporativo. *Dirección y Organización*, 27, 112-126.
- Sánchez, G. y Lucas, M. E. (2008). *El nivel retributivo de los altos directivos de las empresas cotizadas españolas: influencia del tamaño y composición del Consejo de Administración*. Ponencia presentada al 22 Congreso Anual de la Aedem, Salamanca.
- Shleifer, A. & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 2, 737-783.
- Tosi, H. L. & Gómez-Mejía, L. R. (1989). CEO compensation, monitoring and firm performance. *Academy of Management Journal*, 37(4), 1002-1016.
- Wei, C. (2007). Ownership structure, corporate governance and company performance in China. *Asia Pacific Business Review*, 13(4), 519-545.
- Westphal, J. D. & Zajac, E. J. (1995). Who shall govern? CEO/board power, demographic similarity and new director selection. *Administrative Science Quarterly*, 40, 60-83.
- Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40, 185-211.



