



Gregorio Sánchez-Marín¹

Departamento de
Organización de
Empresas y Finanzas
Universidad de Murcia



gresanma@um.es

Retribución de los altos directivos y gobierno corporativo en las empresas cotizadas españolas*

Executive compensation and corporate governance in Spanish listed firms

16



J. Samuel Baixauli-Soler

Departamento de
Organización de
Empresas y Finanzas
Universidad de Murcia



sbaixaul@um.es



M. Encarnación Lucas-Pérez

Departamento de
Organización de
Empresas y Finanzas
Universidad de Murcia



me.lucas@um.es

I. LA RETRIBUCIÓN DE LOS ALTOS DIRECTIVOS DESDE EL ENFOQUE DE AGENCIA PRINCIPAL-PRINCIPAL

La teoría de agencia defiende que una de las posibles vías para aprovechar los beneficios y reducir los costes de la especialización entre propietarios y altos directivos es la del contrato, que establece las contrapartidas que reciben estos a cambio de gestionar los activos de la empresa en beneficio de aquellos (Jensen y Meckling, 1976). Como norma general, dadas las condiciones de información y preferencias, el contrato retributivo óptimo 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; Murphy, 2013).

En este escenario, pero yendo más allá de las estrictas fronteras del contrato, desde la perspectiva del gobierno corporativo se parte de la premisa de que los mecanismos de supervisión del alto direc-

CÓDIGOS JEL:
M12, G34

Fecha de recepción y acuse de recibo: 1 de marzo de 2012. Fecha inicio proceso de evaluación: 9 de marzo de 2012.
Fecha primera evaluación: 25 de mayo de 2012. Fecha de aceptación: 14 de febrero de 2013.



RESUMEN DEL ARTÍCULO

Este trabajo analiza el papel que de forma conjunta desempeñan el consejo de administración y la estructura de propiedad en el diseño del sistema retributivo de los altos directivos de la empresa cotizada española. Utilizando un enfoque de agencia principal-principal y sobre la base de un análisis de datos de panel para el periodo 2004-2011, los resultados muestran que la elevada concentración de propiedad influye negativamente en la alineación retributiva, perjudicando los intereses de accionistas minoritarios. Asimismo, se evidencia que el tipo de accionista dominante o de control determina la eficacia supervisora del consejo, el cual sólo ejerce una supervisión activa sobre la retribución de los altos directivos, incrementando el variable y reduciendo el fijo, cuando el accionista dominante no está vinculado con la dirección de la empresa.

EXECUTIVE SUMMARY

This paper examines the whole role of both board of directors and ownership structure on the effectiveness of executive compensation design in Spanish listed firms. Using a principal-principal agency framework and based on panel data methodology analysis in the period 2004-2011, results show that high level of ownership concentration influence negatively in the executive compensation alignment, having an adverse effect on minority shareholders' interests. Moreover, evidences show that type of controlling shareholder determines supervisory board effectiveness, which only exert an effective monitoring over executive compensation – increasing variable pay and diminishing fixed salary-, when majority shareholder has not linked to management of the company.

tivo están fuertemente vinculados con una serie de consecuencias específicas en la alineación de su retribución con los resultados de la empresa (Cyert et al., 2002). Principalmente, las características de la estructura de propiedad y del consejo de administración de la empresa van a influir en la capacidad de los propietarios para supervisar las actuaciones de los altos directivos y optimizar el diseño de sus retribuciones en términos de maximización del valor de la empresa (Core et al., 1999; Hermalin y Weisbach, 2003).

No obstante, en el caso de la gran empresa cotizada es muy habitual que los altos directivos tengan la posibilidad de influir en sus propias retribuciones como consecuencia de su presencia en el consejo de

administración o de su participación en la propiedad de la empresa. Y es aquí dónde cobra importancia el contexto específico de gobierno corporativo, puesto que dependiendo de las condiciones de estructura de propiedad y de características del consejo de administración, las relaciones de poder entre altos directivos y propietarios pueden generar esquemas de retribución más o menos óptimos (Almazan y Suarez, 2003). Por tanto, los factores que principalmente determinan el diseño de sistemas retribución de los altos directivos alineados con los resultados de la empresa dependen de las características de su gobierno corporativo.

El sistema de gobierno corporativo de la empresa cotizada española es propio de los países de la Europa continental y, a diferencia del modelo Anglosajón, se caracteriza por una propiedad muy concentrada en manos de pocos accionistas de control, cruces de propiedad muy extendidos entre accionistas dominantes, cambio lento en la propiedad de los bloques de acciones que confieren el control, y mercado de control de empresas poco operativo debido al escaso nivel de desarrollo de los mercados de capitales (Cuervo-Carruza, 1998; La Porta et al., 1999). A todo ello hay que sumar la escasa protección que el derecho de sociedades confiere a los inversores y accionistas minoritarios que no tienen capacidad de control y la presencia de estructuras orgánicas no duales, en las que un único consejo de administración realiza simultáneamente labores de supervisión y de dirección (De Miguel et al., 2004; De Andrés et al., 2005).

En este contexto, el principal problema que afecta al diseño de la retribución de los altos directivos no es el clásico conflicto principal-agente que ha venido desarrollándose en el ámbito anglosajón des-

En el caso de la gran empresa cotizada es muy habitual que los altos directivos tengan la posibilidad de influir en sus propias retribuciones como consecuencia de su presencia en el consejo de administración o de su participación en la propiedad de la empresa

de la perspectiva de la hipótesis del *managerial power*, que analiza la posible expropiación de rentas por parte de los altos directivos a través de la influencia en el diseño de sus propias retribuciones (Bebchuck et al., 2002). En España, el potencial conflicto que se plantea es el del principal-principal (Morck et al., 2005; Young et al., 2008), en el que los accionistas dominantes que controlan el consejo de administración de la empresa, si bien tienen los incentivos y el poder para supervisar a los altos directivos e influir en un adecuado diseño de sus sistemas retributivos, también tienen el riesgo moral de entrar en connivencia con los altos directivos o de incluso ejercer ellos mismos como altos directivos, fijando elevadas retribuciones y poco vinculadas con los resultados de la empresa. Se produce, por tanto, un potencial problema de expropiación de los accionistas minoritarios por parte de los dominantes o *tunneling* (Johnson et al., 2000).

PALABRAS CLAVE

Retribución de los altos directivos, Gobierno corporativo, Consejo de administración, Estructura de propiedad, Empresas cotizadas españolas

KEY WORDS

Executive compensation, Corporate governance, Board of directors, Ownership structure, Spanish listed firms

2. ESTRUCTURA DE PROPIEDAD, CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN Y RETRIBUCIÓN DE LOS ALTOS DIRECTIVOS

La estructura de propiedad, reflejo del equilibrio existente entre las preferencias de propietarios y altos directivos, se configura como un mecanismo natural e indirecto de supervisión de los altos directivos cuya influencia depende de dos aspectos principalmente (Fama y Jensen, 1983): (a) el grado de concentración del accionariado, que determina si se trata de una estructura de propiedad dispersa o concentrada sobre la que se ejerce un control mayoritario o minoritario; y (b) el grupo que ejerce ese control –individuos o familias, empresas, instituciones financieras y mercado–, que permite una determinada composición del accionariado.

La evidencia empírica sostiene que cuando la propiedad está concentrada existe un mayor control sobre los altos directivos y, por lo tanto, la retribución que perciben se caracteriza por ser menor y más vinculada a los resultados de la empresa (Tosi y Gomez-Mejia, 1994; Werner et al., 2005). No obstante, la presunta relación positiva entre concentración de propiedad y supervisión del alto directivo no siempre es sinónimo de alineación de intereses. Son las características del propietario dominante y su habilidad e incentivos para ejercer el control los que van a determinar la capacidad, el interés y la voluntariedad de supervisar –y retribuir– a los altos directivos (Mehran, 1995).

En este sentido, los diversos estudios realizados en el ámbito de las empresas españolas cotizadas reflejan una estructura de propiedad

muy concentrada en pocos accionistas dominantes y con una clara ambivalencia entre propietarios de control internos y externos (Salas, 1992; De Miguel et al., 2004). Los datos constatan que la participación accionarial del mayor accionista alcanza en torno al 36% y las de los tres mayores ronda el 50%; y se pone de manifiesto que la estructura de propiedad está mayoritariamente dominada por empresas y familias (en un 50% aproximadamente), mientras que las entidades financieras e institucionales controlan sólo un 15% de empresas, lo que es típico de países con escasa defensa legal de los intereses de los inversores minoritarios. Asimismo, se pone de manifiesto el elevado índice de concentración de la propiedad en manos de los consejos, en torno al 25% de propiedad, del que aproximadamente el 10% pertenece a los altos directivos.

En este escenario, en el que los accionistas dominantes ejercen su poder de control y/o gestión de la empresa, adquiere especial relevancia la labor supervisora del consejo de administración, como mecanismo de defensa de los intereses de accionistas minoritarios que puede contrarrestar la posible expropiación de rentas (Core et al., 1999). La literatura ha evidenciado que la eficacia de la supervisión del consejo aumenta, mejorando la supervisión del alto directivo y alineando su retribución con los resultados de la empresa a medida que (Dalton y Dalton, 2011): (1) disminuye el número de consejeros y/o aumente la proporción de consejeros externos que tengan la consideración de independientes; (2) no presente dualidad –siendo el CEO o máximo directivo persona distinta del *chairman* o presidente del consejo-; y (3) disponga de una comisión de retribuciones que sea operativa y esté compuesta por independientes.

La empresa cotizada española, en términos medios, tiene un consejo formado por 11 miembros –en línea con el tamaño recomendado-, pero con una proporción de externos independientes de sólo un 30% –lo que supone una infrarrepresentación del accionista minoritario-, con un excesiva presencia de dualidad –que se produce en el 65% de las empresas-, y una moderada independencia de los comités de retribuciones –sólo un 50% de sus miembros son independientes- (Sánchez-Marín et al., 2011). Estas características cuestionan la independencia y eficacia supervisora del consejo, lo que ha sido puesto de manifiesto en varios estudios sobre que han encontrado que ni la mayor presencia de consejeros externos ni la mayor independencia del comité de retribución se traduce en diseños retributivos más alineados con los resultados de la empresa (Crespí y Gispert, 2003;

Fernández et al., 2011). No obstante, estos resultados pueden variar mucho dependiendo de la estructura de la propiedad representada en el consejo y de la capacidad de los altos directivos para influir en el mismo.

Así, si el modo en que el tipo de accionista dominante puede imponer sus intereses influye en la eficacia supervisora del consejo que, a su vez, determina el diseño de los sistemas retributivos de los altos directivos, en la empresa cotizada española nos podemos encontrar fundamentalmente dos escenarios (Cuervo-Cazurra, 1998; Baixauli-Soler y Sánchez-Marín, 2011). Un grupo formado por empresas controladas por accionistas de control externos (empresas, entidades financieras e inversores institucionales) que desempeñan labores de supervisión de los altos directivos dentro y/o fuera del consejo y, por otro, un grupo de empresas controladas por accionistas de control internos (individuos y/o familias), que compaginan labores de supervisión con tareas de gestión como altos directivos en el consejo. A continuación se explica la problemática de estos dos tipos de empresas en relación con la retribución de la alta dirección.

3. EMPRESAS CONTROLADAS POR ACCIONISTAS EXTERNOS VS. INTERNOS

En las estructuras de propiedad concentradas en accionistas dominantes externos, el principal problema que se presenta está más relacionado con la posible expropiación de los accionistas minoritarios por parte de los dominantes vía *tunneling* mediante operaciones mercantiles vinculadas (Johnson et al., 2000) que con la supervisión de los altos directivos por parte del consejo, puesto que estos ya están siendo eficazmente supervisados de forma directa por los accionistas dominantes —a través del llamado “efecto sustitución”— (Rediker y Seth, 1995). Los accionistas dominantes tienen tanto los incentivos como el poder para ejercer la supervisión activa sobre los altos directivos, y por lo general, ocupan puestos en el consejo de administración de las empresas que controlan. En este contexto, los altos directivos se enfrentan a una estrecha supervisión directa por parte de los accionistas dominantes, lo que se traduce en un diseño retributivo vinculado a los resultados de la empresa.

Aunque este monopolio de accionistas dominantes no garantiza la independencia y relevancia del consejo, podría esperarse que sus características fueran más cercanas a la eficacia supervisora. En este escenario, a pesar de que el efecto sustitución ya no hace tan



necesario al consejo, es probable que la presencia en el consejo de accionistas dominantes no vinculados a labores directivas tenga una influencia positiva en la supervisión de los altos directivos, puesto que se mostrará menos permisivos con comportamientos oportunistas de los altos directivos vinculados a extracciones de rentas por la vía retributiva, dado que no le benefician directamente (Sánchez-Marín et al., 2011).

En cambio, cuando la empresa está controlada por accionistas dominantes internos, el problema de gobierno corporativo cambia sustancialmente. La literatura mayoritariamente coincide en señalar que existe una relación en forma de U invertida entre propiedad del alto directivo y la eficacia de la supervisión ejercida (Lambert et al., 1993) que, por supuesto, afecta al establecimiento de la retribución del alto directivo. En general, en estructuras muy concentradas como las que caracterizan a la empresa española, cuando un accionista de control ejerce como alto directivo se produce el llamado “efecto atrincheramiento”, debido a que su porcentaje de propiedad suele ser suficiente para controlar el consejo y la organización.

En este caso, el accionista controlador y el alto directivo coinciden en una misma persona, produciéndose una convergencia de intereses que hace aumentar la posibilidad de expropiación de rentas de los accionistas minoritarios, esta vez, tanto vía *tunneling* como vía retribución favorable a los intereses de los altos directivos (Morck et al., 2005). La eficacia supervisora, tanto a través del consejo o directamente a través de accionistas dominantes, es más improbable y, por tanto, las retribuciones del alto directivo tienden a ser altas y escasamente vinculadas a los resultados de la empresa. La vía retributiva supone la forma prioritaria de extraer rentas, por lo que la eficacia supervisora del consejo va a tratar de ser anulada por parte de dicho accionista, interviniendo en una estructuración y composición del consejo proclive a tales fines (Gutiérrez y Sáez, 2012).

4. LA RETRIBUCIÓN DE LOS ALTOS DIRECTIVOS Y GOBIERNO CORPORATIVO EN LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS COTIZADAS EN EL MERCADO BURSÁTIL ESPAÑOL

La muestra está formada por las empresas que cotizan en el mercado bursátil español y que no pertenecen al sector financiero durante el periodo 2004-2011. 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). En total el número de empresas que forman la muestra es de 119 y el número total de observaciones es de 952.

En la **Tabla 1** se resumen las variables utilizadas en los análisis, la forma en la que se han medido, los valores medios y su dispersión.

Tabla 1. Medidas de las variables, medias y desviaciones típicas

VARIABLE	MEDICIÓN	ABREVIATURA	MEDIA	DESVIACIÓN
DISEÑO RETRIBUTIVO				
Retribución fija	Logaritmo de la retribución fija	RF	5.78	2.27
Retribución variable	Porcentaje medio de retribución variable de un consejero ejecutivo	RV	.25	.26
CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN				
Tamaño del consejo	Número de consejeros	N_CON	11.13	3.69
Independencia	Porcentaje de externos independientes	CEXT	.36	.18
Dualidad	Dummy: coincidencia presidente de consejo y principal directivo	DUAL	.58	.49
Composición comité retribución	Porcentaje de externos independientes en el comité	EXTCR	.42	.30
ESTRUCTURA DE PROPIEDAD				
Concentración	Índice Herfihdahl	HPROP	.32	.39
Propiedad accionista mayoritario	Porcentaje de propiedad	MPROP	.38	.28
Accionista dominante externo	Dummy: existencia de accionista dominante externo	MEXT	.67	.47
VARIABLES DE CONTROL				
Tamaño de la empresa	Logaritmo del activo total	TAM	13.42	1.79
Creación de valor	Q de Tobin	QTOBIN	2.86	6.43

La retribución fija media anual de los consejeros ejecutivos es de 323.760 euros mientras que el componente ligado a objetivos de la empresa, medido a través de la retribución variable media, representa un 25% de la retribución fija y tiene una elevada dispersión en torno a esta media. En cuanto a las características de los consejos de administración se puede observar que el tamaño medio del consejo es de 11 siendo el porcentaje medio de externos independientes de un 36%. El 58% de las empresas presentan dualidad, es

decir, el presidente del consejo coincide con el máximo responsable ejecutivo. Por último, el porcentaje de consejeros externos independientes en el comité de retribución es del 42% siendo superior al de consejeros externos independientes en el consejo de administración. En relación a la estructura de propiedad se observa que en el 67% de las empresas el accionista dominante o controlador es externo, siendo el porcentaje medio de acciones que controla de un 38% y el índice de concentración Herfindahl es de .32, valores que indican mayor concentración que en el mercado estadounidense. Los valores de las variables de control que miden el tamaño medio de la empresa y su creación de valor son 675 millones de euros y 2.86 el valor de la Q de Tobin.

En la **Tabla 2** se recogen las relaciones observadas entre la retribución y las variables consideradas. Concretamente, en la Tabla 2 se muestran los resultados de las estimaciones que relacionan las características del consejo de administración y de la estructura de

Tabla 2. Retribución de consejeros ejecutivos según accionista dominante

VARIABLES	RF (1)	RV (2)	RF (3)	RV (4)
VARIABLE DEPENDIENTE RETARDADA				
RF _{t-1}	.7115**		.7094**	
RV _{t-1}		.4082**		.4169**
CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN				
N_CON	.0272	.0028	.0283	.0027
CEXT	-.0664**	.1826	-.0831**	.1846
DUAL	-.0961	-.0485	-.0970	-.0640
EXTCR	-.1278**	-.0082	-.0994**	.0017
ESTRUCTURA DE PROPIEDAD				
MEXT	-.4726**	.0007**	-.3784**	.0009**
MPROP	.0047*	.0008	.0069*	.0006
HPROP	.0902	-.0170	.0682	-.0181
INTERACCIÓN ESTRUCTURA DE PROPIEDAD				
MPROP * MEXT			-.0024**	.0029**
VARIABLES DE CONTROL				
TAM	.1280**	.0056*	.1221**	.0012*
QTOBIN	.0042	-.0001	.0042	-.0001

Nota: Las estimaciones de las ecuaciones se han realizado para una muestra de 952 observaciones de empresas cotizadas durante el periodo 2004-2011. Los modelos han sido estimados utilizando el método generalizado de los momentos en dos etapas. Todos los modelos incluyen *dummies* de sector y tiempo.
 ** y * indica que el coeficiente es significativo al 1% y 5%, respectivamente.

propiedad con el componente de retribución fija y variable de los consejeros ejecutivos con el objeto de analizar si la presencia de un accionista controlador externo y su porcentaje de propiedad influyen en la orientación del esquema retributivo hacia los resultados incrementando el porcentaje de retribución variable y reduciendo la retribución fija. Para ello, en las columnas 3 y 4 se representan los resultados incorporando el efecto interacción entre el tipo de accionista dominante y el porcentaje de propiedad que éste posee.

Como puede observarse los resultados avalan que la existencia de un accionista dominante externo reduce la retribución fija del consejero ejecutivo, y aumenta el porcentaje de retribución variable. También el porcentaje de propiedad del accionista dominante se relaciona negativamente con la retribución fija aunque no resulta significativa su relación con la retribución variable. En cuanto a las variables que miden las características del consejo se muestra una baja influencia en la determinación de la retribución variable mientras que el porcentaje de externos independientes tanto en el consejo como en el comité de retribución reducen significativamente la retribución fija de los consejeros ejecutivos.

En las columnas 3 y 4 se explora el efecto marginal que tiene el porcentaje de propiedad que posee el accionista controlador. La presencia de un accionista dominante externo influye en el diseño retributivo reduciendo la retribución fija y aumentando el porcentaje de retribución variable, siendo esta influencia mayor a medida que el porcentaje de acciones que posee es mayor. Al igual que ocurría en las columnas 1 y 2, los resultados de las variables que representan el consejo de administración no son significativas en la determinación de la retribución variable mientras que el porcentaje de externos independientes tanto en el consejo como en el comité de retribución son las características que influyen en la retribución fija reduciéndola².

Como se puede observar en el **gráfico 1**, el tipo de accionista dominante condiciona el nivel retributivo y su composición. Concretamente, se observa que la retribución fija es mayor a medida que aumenta el porcentaje de propiedad del accionista dominante siendo este incremento menor en unos 50.000 euros para las empresas en las que el accionista mayoritario es externo. En cuanto al porcentaje de retribución variable, se observa que las empresas con accionista dominante interno diseñan sistemas retributivos con una retribución variable constante de un 12%. Este porcentaje es menor al que pre-

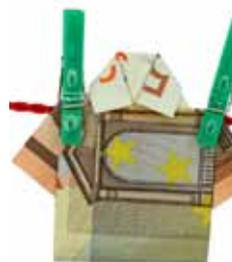
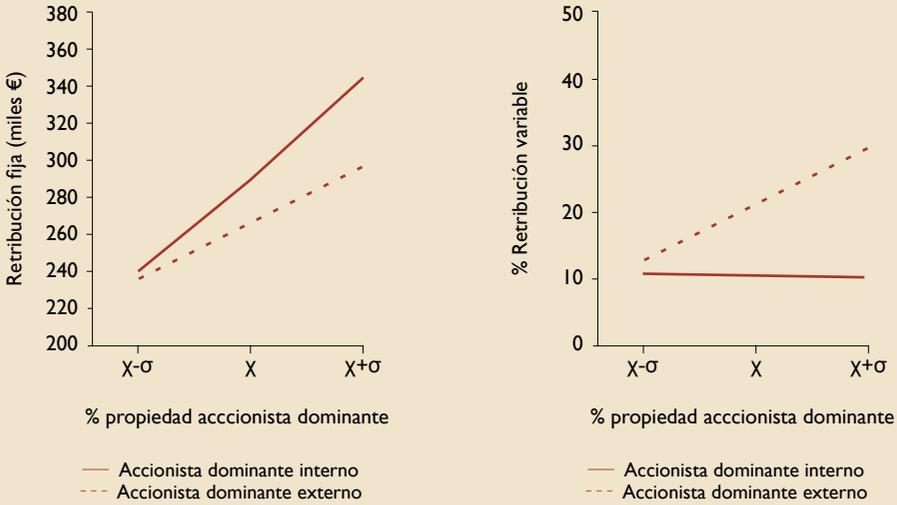


Gráfico I. Retribución fija y variable de consejeros ejecutivos según porcentaje de propiedad del accionista dominante y el tipo de accionista dominante



sentan empresas con accionista mayoritario externo, cuyo porcentaje de retribución variable que alcanza el 30% en los casos en los que el porcentaje de propiedad aumenta.

5. CONCLUSIONES E IMPLICACIONES PARA LA GESTIÓN

Los resultados de nuestro estudio ponen de manifiesto que la retribución de los altos directivos de la empresa cotizada española se presenta como un asunto conflictivo y muy intervenido por los diversos grupos de interés de las compañías, representados en la propiedad y/o el consejo, incluidos los propios directivos. El cumplimiento de los contratos de agencia es costoso y problemático dada la prevalencia de una propiedad concentrada que, junto con la ausencia de mecanismos efectivos de gobierno externo, impacta fuertemente en el accionista minoritario, que se ve lastrado por las prácticas oportunistas tanto de los accionistas dominantes externos (vía *tunneling* u operaciones vinculadas) como de los internos (vía elevadas retribuciones de la alta dirección).

No obstante, dependiendo del tipo de accionista de control, la eficacia supervisora del consejo de administración y, por ende, el diseño de la retribución del directivo puede estar más o menos vinculado

con el valor de la empresa. Los datos han puesto de manifiesto que sólo cuando el accionista dominante es externo se realiza un verdadero ejercicio de una supervisión activa sobre los altos directivos, que tiene su reflejo en esquemas retributivos con una menor retribución fija y un mayor porcentaje de retribución variable vinculado a los resultados de la empresa. El poder de supervisión se relaciona positivamente con el porcentaje de acciones en poder del accionista externo y se concreta en una disminución de las prácticas oportunistas de expropiación de rentas por la vía retributiva y en una supervisión más eficaz e independiente llevada a cabo por el consejo de administración, lo que determina esquemas retributivos más alineados con el valor de la empresa.

Por lo tanto, la escasa capacidad de los consejos para ajustar las retribuciones de los altos directivos a los resultados de la empresa es especialmente acuciante cuando los accionistas dominantes son internos –caso más frecuente en las empresas cotizadas españolas-. ¿Qué medidas adoptar en este caso? A nivel de implicaciones prácticas es preciso trabajar en varias direcciones con el objetivo de mejorar el gobierno corporativo y la supervisión de la alta dirección. En primer lugar, es necesario estimular la disciplina de los mercados para promover el mejor funcionamiento de los mecanismos externos de supervisión (mercado de control de empresas), emprendiendo acciones de mejora en la protección de los derechos de propiedad de los accionistas minoritarios y de control de los pactos estatutarios limitadores de derechos de voto. En segundo lugar, desde la óptica del consejo de administración, es preciso dotar de mayor relevancia y poder de decisión al consejero independiente, fomentar el funcionamiento e independencia real de los comités de retribución, evitar la presencia de dualidad CEO-Chairman en el consejo y vigilando el posible “atrincheramiento” de los altos directivos. Finalmente, es necesario fomentar mayor transparencia e información en los informes de gobierno corporativo y, especialmente, en relación con la política de retribuciones de consejeros y altos directivos, facilitando así la creación de confianza y legitimidad a la vez que desincentiva posibles comportamientos inadecuados.

Desde la perspectiva de la retribución de los altos directivos, algunas de las recomendaciones para conseguir un diseño eficaz de su paquete retributivo van en la siguiente dirección: (1) evitar la discrecionalidad en la asignación retributiva; (2) equilibrar las retribuciones variables en función de los logros a corto plazo con las vinculadas

al rendimiento a largo plazo; (3) prescindir de los contratos blindados (indemnizaciones por salida o jubilación del alto directivo) y no abusar de retribuciones fijas y en especie; (4) alinear la retribución con los objetivos de todos los propietarios, fomentando que la actuación premiada sea la que interesa al conjunto de *stakeholders* de la empresa; (5) establecer diseños combinados de opciones-compra-gratificaciones con acciones vigilando los posibles efectos negativos en la inversión a largo plazo; y (6) cuidar que la relación fijo/variable en la retribución no transmita excesivo riesgo al alto directivo.

Para todo ello, es fundamental reforzar el papel normativo y legislativo. En los últimos años se han desarrollado iniciativas que van en la correcta dirección, desde el Código Unificado de Buen Gobierno (2006)³ –recomendaciones relativas a composición/estructura del consejo y sobre criterios retributivos y transparencia-, pasando por la Ley de Auditoría de Cuentas (2010)⁴, -suprime pactos estatutarios limitadores derechos de voto por accionista-, la Ley de Economía Sostenible (2011)⁵ –establece la obligatoriedad de un informe anual e individualizado sobre las retribuciones de consejeros y altos directivos- y el Real Decreto de Reforma Sistema Bancario (2012)⁶ –limita las retribuciones de los directivos de entidades que reciban ayudas del FROB a 500.000 € de salario fijo más el 60% de variable sobre fijo-. Está por ver si estas iniciativas son suficientes para crear mecanismos adecuados de supervisión de las retribuciones de los altos directivos, generadoras de reputación y legitimidad social, a la vez que no limitadoras de la necesaria libertad de empresa.



BIBLIOGRAFÍA

- Almazan, A.; Suarez, J. (2003): "Entrenchment and severance pay in optimal governance structures", *Journal of Finance*, Vol. 58, p. 519-548.
- Baixauli-Soler, J.S.; Sánchez-Marín, G. (2011): "Organizational governance and TMT pay level adjustment", *Journal of Business Research*, Vol. 64, núm. 8, p. 862-870.
- Bebchuck, L.A.; Fried, J.M.; Walker, D.I. (2002): "Managerial power and rent extraction in the design of executive compensation", *University of Chicago Law Review*, Vol. 69, núm. 3, p. 751-846.
- Core, J.E.; Holthausen, R.W.; Larcker, D.F. (1999): "Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance", *Journal of Financial Economics*, Vol. 51, núm. 3, p. 371-406.
- Crespi, R.; Gispert, C. (2003): "Total board compensation, governance and performance of Spanish quoted companies", *Labour*, Vol. 17, p. 103-126.
- Cuervo-Cazurra, A. (1998): "La reforma del consejo de administración en España: Límite a la aplicación de los modelos anglosajones", *Información Comercial Española*, núm. 769, p. 9-21.
- Cyert, R.; Kang, S.; Kumar, P. (2002): "Corporate governance, takeovers, and top-management compensation: Theory and evidence", *Management Science*, Vol. 48, p. 453-469.
- 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*, Vol. 37, núm. 2, p. 404-411.
- De Andrés, P.; Azofra, V.; López, F.J. (2005): "Corporate boards in OECD countries: Size, composition, functioning and effectiveness", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 13, núm. 2, p. 197-210.
- De Miguel, A.; Pindado, J.; De La Torre, C. (2004): "Ownership structure and firm value: New evidence from Spain", *Strategic Management Journal*, Vol. 25, p. 1199-1207.
- Fama, E.F.; Jensen, M.C. (1983): "Separation of ownership and control", *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, p. 301-325.
- Fernández, C.; Arondo, R.; Fernández, E. (2011): "Corporate governance and executive pay in the Spanish market", *Spanish Review of Financial Economics*, Vol. 9, núm. 2, p. 55-68.
- Gutiérrez, M.; Sáez, I. (2012): "Deconstructing independent directors", ECGI Law Working Paper, núm. 186.
- Hermalin, B.E.; Weisbach, M.S. (2003): "Boards of directors an endogenously determined institution: A survey of the economic literature", *Economic Policy Review*, Vol. 9, núm. 1, p. 7-26.
- Jensen, M.C.; Meckling, W.H. (1976): "Theory of the firm: Managerial behaviour, agency cost and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, núm. 4, p. 305-360.
- Jensen, M.C.; Murphy, K.J. (1990): "Performance and top management incentives", *Journal of Political Economy*, Vol. 98, núm. 2, p. 225-264.
- Johnson, S.; La Porta, R.; Lopez-De-Silanes, F.; Shleifer, A. (2000): "Tunneling", *American Economic Review*, Vol. 90, p. 22-27.
- La Porta, R.; López-De-Silanes, F.; Shleifer, A. (1999): "Corporate ownership around the world", *Journal of Finance*, Vol. 54, núm. 2, p. 471-517.
- Lambert, R.; Larcker, D.; Weigelt, K. (1993): "The structure of organizational incentives", *Administrative Science Quarterly*, Vol. 38, p. 438-461.
- Mehran, H. (1995): "Executive compensation structure, ownership, and firm performance", *Journal of Financial Economics*, Vol. 38, núm. 2, p. 163-184.
- Morck, R.; Wolfenzon, D.; Yeung, B. (2005): "Corporate governance, economic entrenchment, and growth", *Journal of Economic Literature*, Vol. 63, p.655-720.
- Murphy, K.J. (2013): "Executive compensation: Where we are, and how we got there". En G. Constantinides, M. Harris, R. Stulz (eds.): *Handbook of the economics of finance*, Vol. 2A. Elsevier Science North Holland: New York.
- Rediker, K.; Seth, A. (1995): "Board of directors and substitution effects of alternative governance mechanisms", *Strategic Management Journal*, Vol. 16, p. 85-99.
- Salas, V. (1992): "Incentivos y supervisión en el control interno de la empresa: Implicaciones para la concentración de su accionariado", *Cuadernos Económicos del ICE*, núm. 52, p. 127-145.

- Sánchez-Marín, G.; Baixauli-Soler, J.S.; Lucas-Pérez, M.E. (2011): "Ownership structure and board effectiveness as determinants of TMT compensation in Spanish listed firms", *Journal of Business Economics and Management*, Vol. 12, núm.1, p. 92-109.
- Tosi, H.L.; Gomez-Mejia, L.R. (1994): "CEO compensation monitoring and firm performance", *Academy of Management Journal*, Vol. 37, p. 1002-1016.
- Werner, S.; Tosi, H.L.; Gomez-Mejia, L.R. (2005): "Organizational governance and employee pay: How ownership structure affects the firm's compensation strategy", *Strategic Management Journal*, Vol. 26, p. 377-384.
- Young, M.N.; Peng, M.W.; Ahlstrom, D.; Bruton, G.D.; Jian, Y. (2008): "Corporate governance in emerging economies: A review of the principal-principal perspective", *Journal of Management Studies*, Vol. 5, núm. 1, p. 196-220.

NOTAS

* Los autores agradecen el apoyo financiero recibido por parte del Ministerio de Economía y Competitividad (Proyecto CSO2010-17761) y de la Fundación Séneca de la Región de Murcia (Proyecto 11837/PHCS/09).

1. Autor de contacto: Departamento de Organización de Empresas y Finanzas; Facultad de Economía y Empresa; Universidad de Murcia; 30100 Murcia; España.
2. En análisis adicionales se han incorporado los efectos de interacción entre las características del consejo de administración, el tipo de accionista controlador y la retribución de los altos directivos. Los resultados confirman que la composición del consejo y del comité de retribución alinean la retribución con los resultados de la empresa en el caso de empresas con accionistas dominantes externos. Estos efectos no se mantienen en empresas con accionista dominante vinculado a la dirección siendo la influencia de la composición del consejo en la retribución del consejo menor, incluso no significativa en la determinación del porcentaje de retribución variable.
3. Código Unificado de Buen Gobierno (2006): "Informe del grupo especial de trabajo sobre el buen gobierno de las sociedades cotizadas", CNMV, Madrid. www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/Codigo_unificado_Esp_04.pdf
4. Ley de Auditoría de Cuentas (2010): Ley 12/2010, de 30 de junio. www.boe.es/boe/dias/2010/07/01/pdfs/BOE-A-2010-10421.pdf
5. Ley de Economía Sostenible (2011). Ley 2/2011, de 4 de marzo. www.boe.es/boe/dias/2011/03/05/pdfs/BOE-A-2011-4117.pdf
6. Real Decreto de Reforma del Sistema Bancario (2012): Real Decreto-ley 2/2012, de 3 de febrero. <http://www.boe.es/boe/dias/2012/02/04/pdfs/BOE-A-2012-1674.pdf>

