



**Rubén Arrondo
García¹**
Universidad de Oviedo
✉
rarrondo@uniovi.es

Un análisis internacional de la política retributiva del CEO*

An international analysis of the CEO pay

36



**Carlos Fernández
Méndez**
Universidad de Oviedo
✉
cfeman@uniovi.es

I. INTRODUCCIÓN

El debate internacional sobre la importancia de la política retributiva de la alta dirección en las grandes empresas cotizadas está actualmente en su punto más álgido. Prueba de ello es el referéndum celebrado en Suiza en marzo de 2013, donde una mayoría de los ciudadanos (un 67,9 %) ha manifestado en las urnas el deseo de limitar por ley los salarios que pueden recibir los altos directivos de las empresas cotizadas en el país. Sólo un día después de la votación en Suiza, la Comisión Europea comunicó que Bruselas llevaba tiempo empeñada en el mismo objetivo. Es evidente que, tanto dentro como fuera de la Unión Europea, se están dando iniciativas para regular las remuneraciones de los altos ejecutivos y fomentar su transparencia.

La retribución de los primeros ejecutivos de la compañía (CEOs), continúa siendo uno de los temas más controvertidos en el ámbito académico, los códigos de buen gobierno y la opinión pública. Los códigos de buen gobierno no establecen topes salariales a la retribución, esto es, dan libertad a la empresa para fijar una cuantía

CÓDIGOS JEL:
G30, G32

Fecha de recepción y acuse de recibo: 12 de junio de 2013. Fecha primera evaluación: 21 de octubre de 2013.
Fecha de aceptación: 22 de julio de 2014.



RESUMEN DEL ARTÍCULO

Este trabajo analiza desde una óptica internacional la retribución del principal ejecutivo (CEO) para una muestra de empresas cotizadas durante el año 2010. Nuestros principales resultados sugieren que existen diferencias relevantes, tanto en la cuantía como en la estructura retributiva en los diez países objeto de estudio, siendo la principal diferencia: el mayor uso de fórmulas de retribución variable a largo plazo en Estados Unidos y a corto plazo en Europa. Asimismo, no se observan diferencias importantes entre la retribución de los CEOs del sector financiero frente a los CEOs de otros sectores. Por último, se constata la relevancia de la estructura de propiedad y de gobierno corporativo en la remuneración del CEO.

EXECUTIVE SUMMARY

This paper analyses from an international perspective the compensation of the chief executive officer (CEO) for a sample of listed companies in 2010. Our main results suggest that there are significant differences in both the amount and the structure of the CEO's compensation in the ten countries surveyed; being the main difference the more intense use of long term variable compensation formulae in the US as compared to the prevalent use of short term variable compensation components in Europe. Interestingly enough, we have not reported significant differences between the CEO's compensation in the financial and non-financial sectors. Finally, we note a relevant influence of the ownership and corporate governance structure on CEO compensation.

apropiada en función de sus necesidades, siempre con acuerdo a un criterio general de moderación salarial. La moderación, no cabe duda, debe ser bien entendida y conviene evitar que implique trabas a la contratación de gestores de valía y que cuenten con unos incentivos adecuados para actuar de forma diligente y responsable en su misión de dirigir la empresa con el objetivo de crear valor para sus propietarios.

La literatura académica ya existente explica la compensación del CEO sobre la base de dos teorías: la del contrato óptimo (Gómez-Mejía y Wiseman, 1997; Core y Larcker, 2002) y la del poder gerencial (Bebchuk y Fried, 2003). La hipótesis de la contratación

óptima supone que la supervisión y los esquemas de retribución e incentivos del CEO son resultado de las negociaciones, en plena competencia, entre el consejo de administración, que representa los intereses de los propietarios, y el CEO (Jensen y Meckling, 1976; Core y Guay, 1999). Así pues, se deberían ofrecer al CEO unos incentivos eficaces para mitigar los problemas de agencia que surgen de la separación entre propiedad y control.

Según esta teoría, los mecanismos de supervisión y los sistemas de incentivo al CEO son sustitutivos entre sí (Beatty y Zajac, 1994; Mehran 1995; Rediker y Seth, 1995; Yu 2012). Esto es, un mayor control sobre el comportamiento del CEO reduce la necesidad de mayores compensaciones o incentivos y viceversa (Mehran, 1995). Aunque, bajo la teoría del contrato óptimo, la relación entre supervisión del CEO e incentivos parece clara, el efecto de la supervisión sobre la retribución total del CEO resulta ambigua. Aggarwal (2008) plantea que las empresas se enfrentan a la disyuntiva entre incentivar al CEO a tomar las acciones correctas, pero

sin que esto suponga exponer a la empresa a un elevado riesgo. Incrementar los incentivos del CEO con una mayor vinculación de su remuneración a los resultados de la empresa aumenta su exposición al riesgo, más allá de su control (Yu, 2012). Por lo tanto, los CEOs aversos al riesgo exigirán una mayor compensación por asumir esos mayores riesgos. Como resultado, empresas que empleen de manera intensiva la remuneración a través de incentivos deberán pagar más a sus gestores para compensar su mayor exposición al riesgo. En síntesis, la teoría del contrato óptimo supone que las empresas con una mejor supervisión deben proporcionar menos

Los CEOs de aquellas empresas con un sistema de gobierno corporativo “débil” pueden imponer sus criterios en el consejo de administración y ejercer su poder para influir en su propio esquema retributivo, lo que puede conllevar mayores niveles de remuneración

incentivos, menor retribución variable y, en general, una menor compensación total.

La teoría del poder gerencial sugiere que el CEO podría controlar al consejo de administración y fijar su propio esquema retributivo. Por consiguiente, la compensación del CEO puede ser parte de un problema de agencia en vez de una solución. Aunque los accionistas supervisen la labor del CEO, no tendrían los suficientes incentivos para hacerlo, a menos que tengan una participación accionarial sustancial, lo que justificaría su esfuerzo y el coste en que incurren durante el seguimiento del comportamiento del CEO. No obstante, aunque dispusieran del incentivo y el poder para supervisar al CEO y sus retribuciones, también pueden caer en la tentación de actuar en connivencia con él, fijando retribuciones excesivas y poco vinculadas con los resultados de la empresa (Sánchez-Marín et al., 2013).

Los CEOs de aquellas empresas con un sistema de gobierno corporativo “débil” pueden imponer sus criterios en el consejo de administración y ejercer su poder para influir en su propio esquema retributivo, lo que puede conllevar mayores niveles de remuneración y que éstos sean menos sensibles a los resultados de la empresa (Hermalin y Weisbach, 1998; Bebchuk y Fried, 2004).

Numerosos trabajos de investigación han estudiado extensamente, bajo la óptica de ambas teorías, la influencia de varios mecanismos de gobierno corporativo sobre la retribución del CEO. En este sentido, una mayor independencia del consejo (Chhaochharia y Grinstein, 2009), la figura de los inversores institucionales en el accionariado (Hartzell y Starks, 2003; Cadman et al., 2010), la mayor presencia de accionistas de referencia (Core y Guay, 1999) y la superposición de consejeros en diversas comisiones del consejo (Faleye et al., 2011) se asocian con menores pagos totales al CEO y un mayor empleo de incentivos variables a largo plazo.

Los estudios previos sobre la retribución del CEO se centraron, principalmente, en los EE.UU. y en el Reino Unido (Conyon y Murphy, 2000; Conyon et al., 2011). Posteriormente, el interés que despierta el tema hizo extensivas las investigaciones a otros países fuera del ámbito anglosajón, sobre todo, en países de Europa continental. En los últimos años, empiezan a surgir trabajos que comparan los esquemas retributivos del CEO en diferentes países y entornos legales e institucionales (Conyon et al., 2010).

Nuestro trabajo pretende contribuir a esta línea de investigación, al ofrecer una radiografía comparativa de los esquemas retributivos del

PALABRAS CLAVE

CEOs, Retribución, Gobierno corporativo, Consejo de administración, Accionistas

KEY WORDS

CEOs, Remuneration, Corporate governance, Board of directors, Shareholders

CEO en diferentes países y entornos institucionales. Asimismo, nos permite ofrecer evidencia sobre la persistencia de divergencias en la estructura retributiva aplicada en los distintos contextos legales e institucionales analizados. Para ello, buscamos información detallada sobre la retribución del CEO en compañías cotizadas de ocho países diferentes de la Europa continental, considerando tanto empresas financieras como no financieras. Asimismo, hemos incorporado las empresas de dos países más: EE.UU. y el Reino Unido, países con un sistema de gobierno claramente diferente al modelo europeo. El modelo anglosajón, en pocas palabras, se caracteriza por una estructura de propiedad más dispersa, un mayor desarrollo de los mercados de capitales y una estructura legal que protege en mayor medida los intereses de los inversores.

El objetivo que se perseguía no era otro que el de analizar: si las prácticas retributivas del CEO difieren sustancialmente entre países, entornos legales y/o la pertenencia de la empresa al sector financiero. Un adelanto de los resultados es el que sigue. Por un lado, la mayor transparencia que se constata en los mercados anglosajones a la hora de desvelar la información relativa a la retribución del CEO. Además, aunque la parte fija de la retribución es, en promedio, bastante similar en la mayoría de los países, observamos que el resto de partidas salariales difieren significativamente. El CEO de empresa estadounidense es, en promedio, el más remunerado, seguido por el del Reino Unido. No obstante, la cultura del *bonus* (retribución variable a corto plazo) prevalece en los países europeos frente a EE.UU. Este resultado parece indicar que la estructura de la retribución del CEO observada en nuestra muestra de empresas cotizadas europeas responde en mayor medida a la teorías del poder gerencial y, en cambio, para las empresas americanas sería la teoría del contrato óptimo, con un mayor empleo de incentivos a largo plazo, la que prevalece a la hora de explicar los sistemas de incentivos empleados.

Por otro lado, cuando nos centramos en el CEO del sector financiero, no se observa que su retribución total sea superior a la del CEO de empresa no financiera. Incluso si analizamos la estructura retributiva, en promedio, los componentes salariales son similares también en cuantía.

En síntesis, el trabajo pone de manifiesto que aún existen espacios relevantes para repensar los sistemas de control, supervisión e incentivos del CEO en todas sus dimensiones, y el ámbito de los



esquemas retributivos es, quizás, uno de los más vitales, dado que se constituye en el eje vertebrador para alcanzar los objetivos de la empresa.

En la siguiente sección exponemos la importancia de las prácticas retributivas del CEO para lograr alinear sus intereses con los de los propietarios e intentamos explicar qué política retributiva debería ser deseable en la empresa. A continuación describimos la muestra empleada en el estudio. Posteriormente presentamos un acercamiento a los factores que pueden incidir sobre la retribución del CEO a nivel internacional y analizamos si existen diferencias relevantes en los esquemas salariales entre entidades financieras y no financieras y, además, entre empresas estadounidenses y europeas. En la sección final, concluimos subrayando los principales hallazgos y respuestas que ofrece este trabajo de investigación.

2. LA COMPOSICIÓN Y LA TRANSPARENCIA EN LA RETRIBUCIÓN DEL CEO

El “Chief Executive Officer” y su acrónimo CEO, aunque proviene del ámbito anglosajón, es comúnmente empleado en la mayoría de los países para designar a la persona con más alta responsabilidad de la empresa. El término equivalente en España sería: director ejecutivo, presidente ejecutivo, consejero delegado o primer ejecutivo, entre otros. El CEO, pues, es la persona que ostenta la máxima autoridad en la gestión y administración de la organización, además de ser un factor sumamente importante en el establecimiento de la misión estratégica para el desarrollo actual y futuro de la compañía. Como consecuencia es quien mayor responsabilidad ostenta y, por ende, quien mayor remuneración recibe.

La motivación del CEO es clave, cuando está en juego alcanzar los objetivos de la empresa. Existen diversos mecanismos o herramientas en la empresa para lograr que el CEO actúe con diligencia y responsabilidad en las tareas que se le encomiendan. Se pueden citar, entre otros, la mejora de su estatus, la autorrealización y el desarrollo personal, la mayor o menor seguridad en el empleo, la posibilidad de promoción o ascenso, la formación, etc... Si bien, no se puede obviar el aspecto económico, que se refleja en el importe global de retribución y el diseño de su sistema de compensación.

Conviene que las empresas sean conscientes de la importancia que adquiere el sistema retributivo como incentivo para retener y motivar un adecuado desempeño del CEO, así como para favorecer el

crecimiento sostenible de la empresa. Una práctica muy extendida entre las empresas consiste en pagar una cuantía retributiva dentro del rango promedio del mercado y con una estructura salarial muy similar al de la mayoría de empresas. Esto supone desaprovechar, en gran medida, el pago al CEO como una herramienta útil que favorezca estrategias exitosas y creación de valor para el accionista en un horizonte de largo plazo.

El diseño y la implementación de planes retributivos requiere que la comisión de remuneración preste especial atención a tres aspectos básicos, recomendados por la mayoría de códigos de buen gobierno a nivel internacional: (a) el importe total que alcanzan las retribuciones; (b) la estructura o tipo de remuneración que percibe el CEO; y quizá el más importante, (c) la transparencia que debería presidir el proceso de comunicación de toda la información relativa a la retribución del CEO.

Sobre este último punto, se debe señalar que la investigación realizada en este estudio pone de manifiesto, aún, las serias dificultades encontradas para conseguir una información completa, homogénea y precisa sobre la remuneración del CEO en los diferentes países analizados. Ahora bien, hay países donde la transparencia y el desglose de la información alcanza niveles muy notables como, por ejemplo, EE.UU. y Reino Unido, y otros donde la información es parcial, y a veces, incluso no es posible obtener a través de los informes anuales de la compañía. Sin embargo, es justo decir que los reguladores de los países han hecho un esfuerzo en los últimos años por homogeneizar y acelerar el proceso de comunicación de información detallada sobre los aspectos retributivos del CEO.

El diseño del paquete retributivo del CEO es un tema relevante por dos razones fundamentales. Por un lado, porque representa uno de los factores potenciales que el consejo de administración tiene en sus manos para fomentar el desempeño del CEO y, por ende, el crecimiento y sostenibilidad de la propia empresa. Y por otro, el modelo retributivo aplicado al CEO puede ser considerado un importante mecanismo de gobierno de carácter interno para reducir los problemas de agencia en la compañía.

Generalmente, la remuneración total del CEO se compone de diversos elementos básicos, tales como: salario fijo, dietas, variable a corto plazo o *bonus*, aportaciones anuales a planes de pensiones, incentivos a largo plazo en efectivo en función de resultados o

mediante programas de entrega de acciones y opciones. La cuantía y la importancia relativa de cada uno de estos componentes han ido variando a lo largo del tiempo y difieren entre países y/o contextos económicos, institucionales y legales. Por ejemplo, la remuneración media de los CEOs del S&P500 aumentó desde 2,3 millones de \$ en 1992 hasta 9,6 millones de \$ en 2001 y además el porcentaje del total de la remuneración a través de la entrega de opciones y acciones pasó de un 20% en 1992 a un 57% en 2011 (Frydman y Jenter, 2008; Equilar, 2012). Así pues, observamos que, en Estados Unidos una parte considerable de la remuneración depende de la “cultura de los *bonus* a largo plazo”.

Una tarea difícil, sin ningún género de dudas, sería traducir en cifras lo que debe entenderse como retribución moderada, estableciéndose como solución generalizada que la retribución de cada consejero se establezca en función del nivel de dedicación y trabajo individual. Enfocar el problema de la retribución del CEO considerando, exclusivamente, la cifra final de su retribución puede no ser acertado y desviar la atención de la opinión pública del verdadero problema que es: “cómo se paga a los CEOs” (Jensen y Murphy, 1999). Se trate de evitar, pues, que las empresas compensen a sus primeros ejecutivos de forma independiente a su actuación. Si el paquete retributivo depende poco del desempeño del CEO, Jensen y Murphy (1999) se hacen la siguiente pregunta: ¿es de extrañar entonces que muchos CEOs actúen como burócratas y no cómo gestores que buscan maximizar el valor de la empresa para mejorar su posición en los mercados mundiales?

Si el objetivo del CEO es, fundamentalmente, crear valor para el accionista a largo plazo, se deberían evitar esquemas retributivos que incentiven el “cortoplacismo”. En general, los incentivos anuales deberían suponer una pequeña parte del paquete retributivo del CEO. Se trataría de evitar que el sistema retributivo proporcione al CEO incentivos para prestar atención, de manera desproporcionada, a metas inmediatas.

Aunque, quizás, la solución más eficaz pasaría por dar cada vez mayor importancia a un enfoque retributivo a largo plazo que favorezca el desarrollo de estrategias que generen valor al accionista en el largo plazo. Este planteamiento viene avalado por la propia OCDE que en el documento: “Board Practices: Incentives and Governing Risks” publicado en el año 2011, recomienda explícitamente el diseño de sistemas de remuneración e incentivos



alineados con los intereses a largo plazo de la empresa. Por tanto, la mayoría de los incentivos del CEO deberían vincularse a la creación de valor dentro de un periodo multianual. Se trata de proveer una estructura eficiente de incentivos a los CEOs, mediante el diseño de sistemas de compensación alineadores que permitan la concordancia de sus intereses con los fines de los propietarios. Esto posibilitará una contribución apropiada al proceso de maximización del valor de la empresa, en el horizonte temporal de largo plazo.

3. UN ESTUDIO INTERNACIONAL SOBRE EMPRESAS COTIZADAS

La muestra utilizada en el estudio se compone de 809 empresas pertenecientes a diez países. La información sobre los datos de remuneración de los CEOs y otras variables necesarias en el trabajo se obtuvo a partir de los informes anuales de cada empresa para el ejercicio 2010. Todas las empresas que integran el estudio cotizaban en su mercado bursátil y formaban parte del índice bursátil de referencia en su país. Además, se impuso como condición para incluirlas en nuestro estudio el que se dispusiera de toda la información necesaria respecto a la remuneración del CEO. Esta condición persigue poder elaborar un estudio homogéneo entre países que permitiera hacer comparaciones y extraer conclusiones válidas. Por ejemplo, en España contamos con 16 empresas que formaban parte del IBEX-35 en 2010 y que suministraban toda la información relevante e individualizada sobre la remuneración del CEO, el resto de empresas del IBEX-35 (19 empresas) fueron descartadas. Este proceso se hizo para todos los países del estudio y llama poderosamente la atención como para EE.UU. se pudo contar con casi la totalidad de las empresas del S&P500, al detallar sus informes anuales toda la información relevante sobre la retribución del CEO. Este hecho revela la mayor transparencia que impera en los mercados estadounidenses frente a sus homólogos europeos.

En la **Tabla 1** se recogen los países estudiados, los índices bursátiles de referencia, el número de empresas de las que dispusimos de toda la información relevante y el importe medio de la retribución total del CEO.

La remuneración total incluye los conceptos comunes a todas las empresas de la muestra analizada, esto es, salario fijo, variable a corto plazo, aportaciones a planes de pensiones y otras remuneraciones a largo plazo. No se pudo considerar la

remuneración en forma de entrega de opciones y acciones; pues este dato no estaba disponible en base anual ni con una valoración homogénea que permitiera hacer comparaciones válidas entre los diversos países que integran la muestra.

Tabla 1. Composición de empresas de la muestra y remuneración total media del CEO en el año 2010

PAÍS	ÍNDICE BURSÁTIL	NÚMERO DE EMPRESAS	REMUNERACIÓN TOTAL (VALOR MEDIO EN €)
Finlandia	OMX Helsinki 25	15	1.091.114
Francia	CAC 40	39	2.331.035
Italia	FTSE MIB	56	1.757.187
Noruega	OBX 25	19	972.952
Países Bajos	AEX	42	1.316.480
Portugal	PSI 20	18	815.446
España	IBEX 35	16	1.455.565
Suecia	OMX ESTOCOLMO 30	23	2.101.348
Reino Unido	FTSE 100	82	2.760.470
Estados Unidos	S&P 500	499	3.944.110
TOTAL		809	3.164.670

En la **Tabla 2** se resumen los valores medios correspondientes a cada uno de los componentes salariales que integran la remuneración total del CEO, diferenciando para cada uno de los países objeto de estudio.

La retribución fija media anual del CEO oscila entre un mínimo de 510.150 euros para Portugal y un máximo de 1.022.228 euros para Francia. Aunque pueda parecer una variación muy acusada, no lo es tanto entre las principales economías de la muestra, donde la remuneración fija del CEO se encuentra dentro del rango 800.000 euros y 1.000.000 de euros.

Las principales diferencias entre países se identifican en el componente ligado a objetivos, medido tanto mediante la retribución variable a corto plazo como a través del componente variable: otras remuneraciones en efectivo a largo plazo. Destaca, en el primer componente, el caso de Francia donde el *bonus* supone más del 50% de la remuneración total media del CEO, presentando por el contrario un escaso peso de la remuneración en efectivo a largo plazo.

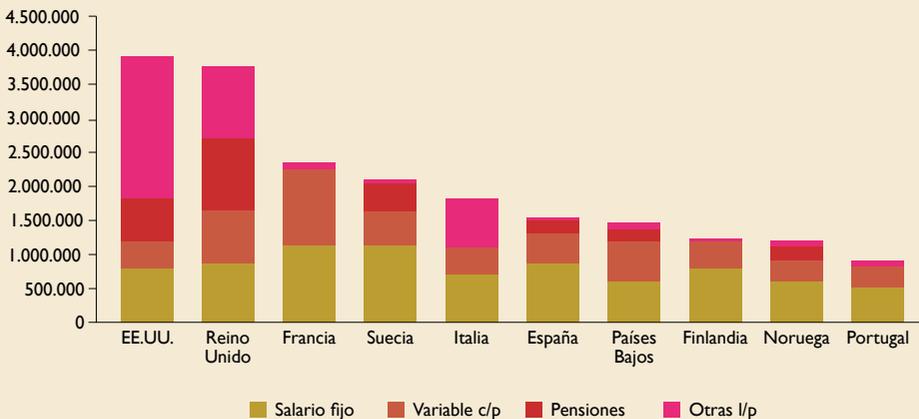
Tabla 2. Desglose de la remuneración media del CEO por componentes en el año 2010

PAÍS	SALARIO FIJO	VARIABLE C/P	PENSIONES	OTRAS L/P	TOTAL
Finlandia	727.137	353.348	n.d.*	10.659	1.091.114
Francia	1.022.228	1.243.692	n.d.*	65.115	2.331.035
Italia	677.224	432.347	n.d.*	647.616	1.757.187
Noruega	555.741	190.344	193.494	33.373	972.952
Países Bajos	642.453	510.896	134.291	28.841	1.316.480
Portugal	510.150	301.972	n.d.*	3.325	815.446
España	883.663	399.577	168.413	3.910	1.455.565
Suecia	993.361	670.439	394.401	43.148	2.101.348
Reino Unido	975.589	763.816	863.925	1.216.214	2.760.470
Estados Unidos	839.276	281.334	811.665	2.011.835	3.944.110

*En los informes anuales de las empresas, en el apartado de remuneración de estos tres países los importes correspondientes a las pensiones no aparecen desglosados, interpretando que dichos emolumentos aparecen bien bajo la denominación común "Variable c/p" o en "Otras l/p" según el país considerado. Todos los valores son en euros, los valores denominados en dólares y otras monedas distintas al euro, fueron convertidos a euros mediante el tipo de cambio oficial de finales del año 2010.

El caso opuesto sería el de EE.UU., donde se observa que la remuneración variable a corto supone un escaso 7% respecto a la retribución media total, pero que por el contrario presenta más de un 50% de incentivos ligados a objetivos a largo plazo.

Gráfico 1. Remuneración media por países y conceptos retributivos



Para ilustrar los datos anteriores, el siguiente gráfico muestra también el peso de cada componente dentro de la retribución total del CEO para los diferentes países de la muestra, desde el país integrado en la muestra que, por término medio, más remunera a sus CEOs (EE.UU.) hasta el que menos lo hace (Portugal).

4. LAS DIFERENCIAS RETRIBUTIVAS ENTRE LOS CEOS DE EUROPA Y EE.UU.

El debate actual sobre la reforma de los sistemas retributivos de los CEOs abarca tanto a los países europeos como a los EE.UU. El estudio de Conyon et al. (2010) es el primer trabajo académico que, de forma exhaustiva, compara la remuneración de los CEOs en Europa y EE.UU. La comparación se realiza sobre un horizonte temporal de seis años y cuenta con, aproximadamente, 1.500 empresas estadounidenses y 900 empresas de nueve países europeos. Los resultados evidenciaron que la remuneración de los CEOs en Estados Unidos está más estrechamente vinculada con el rendimiento de la empresa que en Europa, y que en EE.UU. el CEO tiene más riqueza invertida en acciones y opciones de la propia compañía que sus homólogos europeos. Estos autores llegan a la conclusión de que la principal diferencia en los niveles retributivos entre ambos continentes se puede atribuir al mayor empleo en EE.UU. de fórmulas de retribución ligadas a objetivos a largo plazo, bien mediante el pago de efectivo y/o bien a través de la entrega de acciones y opciones.

A partir de nuestra base de datos sobre remuneración, se hizo una comparación de la retribución del CEO en Europa y en EE.UU. para el año 2010. El objetivo era explorar las divergencias entre los sistemas retributivos adoptados en ambos lados del Atlántico. Para ello, se calcularon los test de diferencia de medias sobre los conceptos retributivos comunes a todos los CEOs de los países integrados en el estudio.

Como paso previo al contraste de los valores medios de los diferentes componentes retributivos, se realizó un test de diferencia de medias para comparar los tamaños medios de los activos netos totales de las empresas europeas y estadounidenses, no encontrándose diferencias significativas entre ambas muestras. Al hacer la comparación de medias se tuvo en cuenta el factor de la igualdad o no de las varianzas en los dos grupos.

El análisis de las diferencias de medias en la estructura y el volumen retributivo de nuestra muestra de empresas europeas frente a las

estadounidenses puede presentar un problema de sesgo oculto. Este problema surge si existen variables no observables que difieren en sus valores entre los dos grupos de empresas y se encuentran correlacionadas con la remuneración de los directivos. Para corregir este potencial problema, se utilizó complementariamente la metodología del “Propensity Score Matching”, que permite la comparación de medias entre distintos grupos de empresas manteniendo la similitud respecto a un conjunto de dimensiones múltiples (tamaño, estructura financiera y performance). De este modo se evita que las diferencias observadas en la remuneración de los CEOs se deban a factores no considerados que puedan diferir de manera significativa entre los dos grupos de empresas comparados y que pudieran estar correlacionadas con la remuneración directiva. El empleo de esta metodología no supuso diferencias respecto a los resultados mostrados en la **Tabla 3**.

Tabla 3. Remuneración total y esquema retributivo en Europa vs EE.UU.

COMPARATIVA	EUROPA (310)	ESTADOS UNIDOS (499)	DIFERENCIA
Salario Fijo	814.218	839.276	-25.059
Variable c/p	622.488	281.334	341.155***
Pensiones	296.530	811.665	-515.134***
Otras l/p	175.811	2.011.835	-1.835.023***
TOTAL	1.910.048	3.944.110	-2.034.062***

*** Indica una diferencia significativa para un nivel de confianza del 99%, con independencia del procedimiento de diferencia de media empleado. La muestra de empresas de EE.UU. es de 499 y la de Europa de 310.

Los resultados recogidos en la tabla 3 muestran que, salvo para el salario fijo, existen diferencias significativas en todos los componentes salariales de ambos grupos. El salario fijo parece no diferir en gran medida entre nuestras muestras de grandes empresas cotizadas europeas y estadounidenses. Sin embargo, sí se observa que en Europa, los CEOs cobran más en concepto de retribuciones ligadas a resultados a corto plazo, mientras que en EE.UU. la cantidad cobrada por este concepto es menos de la mitad. Este resultado viene a confirmar una práctica muy extendida en Europa, vincular una parte significativa de la retribución total

a resultados anuales (los incentivos anuales representan casi una tercera parte del total). El importante peso de la retribución a corto plazo en Europa puede, en algunos casos, hacer que algunos CEOs se sientan motivados a prestar atención, de manera desproporcionada, a metas inmediatas.

En cambio, para el resto de partidas, los CEOs de EE.UU. reciben mayores emolumentos. La mayor diferencia se encuentra en la comparación del apartado “Otras l/p” que en EE.UU. resulta ligeramente superior a la mitad del total de remuneración percibida (2.011.835 de un total de 3.944.110 euros), en cambio, en Europa sólo supone 175.811 euros sobre una remuneración total de 1.910.048 euros. Con este último resultado confirmamos que en las grandes empresas cotizadas estadounidenses se apuesta más que en sus equivalentes europeas por esquemas retributivos con un mayor peso del componente a largo plazo, lo que en principio evita incentivar el “cortoplacismo”.

Incluso no considerando la remuneración vía acciones y opciones nuestros resultados son similares a los de Conyon et al. (2010), pues registramos un mayor peso de los componentes de remuneración a largo plazo, el cual podría ser aún mayor si se consideraran la entrega de acciones y opciones en la retribución del CEO.



5. ¿HAY DIFERENCIAS ENTRE LOS ESQUEMAS RETRIBUTIVOS DE LAS EMPRESAS FINANCIERAS Y NO FINANCIERAS?

Un sector de la opinión pública achaca el origen de la última crisis financiera a una inadecuada estructura de incentivos en la remuneración de los ejecutivos de la industria financiera. De acuerdo con esta línea de pensamiento, el excesivo peso en la retribución de los *bonus* favoreció que algunos ejecutivos del sector financiero incurriesen en riesgo excesivo. Como resultado, los poderes públicos han abierto un amplio e intenso debate sobre la conveniencia, o no, de establecer limitaciones al empleo de fórmulas de remuneración variable a corto plazo.

Desde la Unión Europea, se ha impulsado la imposición de límites a las retribuciones de los ejecutivos de la industria financiera, más concretamente se ha establecido un límite a los *bonus*, que ha generado una oposición por parte de países como el Reino Unido, que teme que las limitaciones impuestas a las primas de los banqueros minen la competitividad de Londres

frente a otros centros financieros como Singapur o Nueva York. Esta medida que, en cierta medida, puede parecer adecuada para controlar y supervisar las retribuciones de los altos directivos del sector bancario europeo, también supone limitar la necesaria libertad de empresa para atraer y retener el talento de sus gestores.

Si vamos a los hechos, el martes 16 de abril de 2013, el Parlamento Europeo adoptó la imposición de límites a las primas de los banqueros. Así pues, su remuneración variable no podrá, a partir de del año que viene, superar el importe de su remuneración fija. No obstante, podrá sobrepasar este límite en el siguiente caso: que en la junta de accionistas haya un quórum del 50% y el 66% de los votos autoricen duplicar los incentivos, y si no se alcanza el quórum establecido, el 75% de los accionistas debe votar a favor. Asimismo, se puede descontar hasta el 25% de la remuneración variable consistente en instrumentos diferidos a más de cinco años. Esta nueva legislación europea da importancia a dos aspectos: la limitación de los sistemas de retribución variable a corto plazo y el papel destacado que deben tener los accionistas respecto a la cuantía y la composición de los componentes retributivos de los directivos bancarios. Respecto al segundo apartado, el papel de los accionistas, resulta especialmente relevante que las juntas de accionistas puedan decidir en lo que hace referencia a la remuneración de los directivos (por ahora sólo en los bancos), tanto en la aprobación de los bonus como del resto del salario.

Tabla 4. Remuneración total y esquema retributivo en Empresas Financieras vs Empresas no Financieras: diferencias de medias

COMPARATIVA	EMPRESAS FIN. (148)	EMPRESA NO FIN. (661)	DIFERENCIA
Salario Fijo	818.277	832.226	-13.949
Variable c/p	506.254	390.970	115.284
Pensiones	506.395	638.424	-132.029
Otras I/p	1.019.142	1.373.501	-354.358***
TOTAL	2.850.070	3.235.122	-385.052**

La muestra de empresas financieras es de 148 y la de no financieras de 661. ***, ** Indican una diferencia significativa para un nivel de confianza del 99% y 95%, respectivamente.

Para indagar, sobre nuestra muestra de empresas, países y sectores, si realmente estas medidas se justifican sólo para los CEOs del sector financiero; esto es, si realmente tienen mayores salarios o un componente variable a corto plazo superior al de sus homólogos no bancarios, se calcularon los test de diferencia de medias de los conceptos retributivos comunes a todos los CEOs de los países integrados en el estudio.

Cuando dividimos la muestra total entre empresas financieras y no financieras y consideramos las diferencias retributivas entre CEOs de ambos grupos, se observan resultados llamativos (**Tabla 4**). Por una parte, la remuneración total es superior, por término medio, en las empresas no financieras, siendo la diferencia de 385.052 € y estadísticamente significativa.

Si se analizan los componentes salariales que originan las mayores retribuciones en las empresas no financieras, observamos que serían principalmente las fórmulas de remuneración asociadas a incentivos en efectivo para desempeños alcanzados a largo plazo.

El reciente trabajo de Gregg et al. (2012), realizado sobre una muestra de empresas del sector financiero en el Reino Unido, a lo largo del periodo 2000-2006, corrobora este argumento. Los autores observan que, aunque la remuneración de los CEOs en el sector de servicios financieros es elevada, la sensibilidad de su remuneración (efectivo y bonus) a los resultados a corto plazo de la entidad no resulta significativamente mayor que en otros sectores.

La crisis ha mostrado que algunas entidades cometieron excesos en la utilización de bonificaciones a corto plazo y asumieron posiciones de riesgo sin precedente en el sector financiero. Así pues, parece adecuado que se limiten los *bonus*, aunque quizás sólo para aquellas entidades que han recibido dinero de los contribuyentes. Los resultados que obtuvimos para las empresas de la muestra analizada no encuentran grandes diferencias retributivas y, en todo caso, lo son a favor de los CEOs no financieros.

6. UNA APROXIMACIÓN A LOS FACTORES QUE INCIDEN EN LA RETRIBUCIÓN DEL CEO

Una vez observada la cuantía y estructura de la retribución del CEO en distintos ámbitos geográficos y sectores de actividad, nos proponemos indagar los factores que pueden influir de manera global sobre el esquema retributivo del CEO. Para ello, se efectuó un análisis de regresión lineal sobre la totalidad de las

observaciones. Los factores incluidos en el análisis se corresponden con los siguientes aspectos: estructura de propiedad, estructura de gobierno, tamaño y *performance* de la empresa.

Como variables dependientes, se ha utilizado la remuneración total del CEO (TOTAL), el salario fijo (FIJO), el componente retributivo variable a corto plazo (VAR C/P), las aportaciones anuales a planes de pensiones cuando se disponga del dato (PENSIONES) y las remuneraciones a largo plazo en efectivo (OTRAS REM L/P). En los diferentes modelos de regresión lineal se incluyeron las siguientes variables explicativas: la participación accionarial del mayor accionista (PROPIEDAD), el tamaño del consejo medido a través del logaritmo neperiano del número de consejeros (TAMCON), el porcentaje de consejeros independiente (INDCON), el volumen de facturación de la compañía (TAMAÑO), la rentabilidad financiera (RENTFIN) y, finalmente, el rendimiento bursátil de las acciones de la empresa en el último año (RENTMDO).

Tabla 5. Factores determinantes de la remuneración del CEO

	PROPIEDAD	TAMCON	INDCON	TAMAÑO	RENTFIN	RENTMDO	R ²
Total	-0.010***	0.597***	0.887***	0.567**	0.069	-0.054	0.10
Fijo	-0.009***	0.0498**	0.223	-0.019	-0.003	-0.096	0.02
Variable c/p	-0.001	-4.948***	-10.811***	0.800***	-0.301	0.248	0.10
Pensiones	-0.071***	-0.475	4.599***	0.532***	0.576	-0.348	0.12
Otras l/p	-0.049***	1.664***	7.941***	-0.131	0.027	-0.039	0.21

Todos los modelos son estadísticamente significativos y el poder explicativo de los modelos viene determinado por el R² ajustado. *** p<0.01, ** p<0.05 y * p<0.1.

Los resultados de la **Tabla 5** revelan hechos significativos, algunos de ellos ya conocidos, y bien documentados por la literatura académica: cuanto mayor es la empresa mayor es la retribución total del CEO, siendo también más acusado el empleo de fórmulas de retribución variable asociadas al desempeño a corto plazo y las aportaciones anuales a planes de pensiones. No obstante, cabe preguntarse por qué se insiste en el empleo de remuneración a corto plazo. Sin duda, este resultado podría explicarse desde la óptica de las teorías del poder gerencial de acuerdo con las cuales los CEOs emplean su discrecionalidad y poder para fijar

sus esquemas retributivos, dando mayor peso al componente cortoplacista.

Se observa que el tamaño del consejo de administración tiene un efecto positivo sobre la retribución total del CEO. Aunque un mayor tamaño del consejo puede favorecer su labor de asesoramiento, parece que los consejos de mayor tamaño no constituyen un mecanismo efectivo de supervisión, al menos en lo referido a la retribución del principal ejecutivo de la compañía (Ozkan, 2007). No obstante y pese al mayor volumen de retribución recibida por el CEO cuando el consejo tiene mayor tamaño, ésta presenta un mayor componente de retribución variable a largo plazo y un menor peso de la retribución a corto. Este resultado sí estaría en la línea de los intereses de los propietarios de la empresa.

En cuanto a la independencia del consejo de administración, los resultados del modelo revelan que la mayor presencia de consejeros independientes supone remuneraciones más elevadas para el CEO. Sin embargo, como dato positivo al igual que ocurría con el tamaño del consejo, se observa un mayor peso de los componentes variables a largo en detrimento del uso de los incentivos a corto plazo.

La concentración de la propiedad reduce la retribución total del CEO y, fundamentalmente, las partidas de salario fijo y aportaciones a planes de pensiones. Vemos como la presencia de grandes accionistas en la empresa podría compensar el poder de determinados CEOs para fijar remuneraciones elevadas, donde cobran importancia las partidas de retribución de carácter fijo. Similares resultados fueron obtenidos por Hartzell y Starks (2003) y Sapp (2008), entre otros. Por último, los resultados de este análisis no constataron un efecto significativo de los resultados contables (rentabilidad financiera) o de mercado (rentabilidad para el accionista) sobre la remuneración total del CEO y su composición.

7 A MODO DE CONCLUSIÓN

El conjunto de resultados obtenidos para la muestra de empresas analizadas dibuja un escenario donde se vislumbra la necesidad de seguir ahondando en el estudio, el debate y la mejora de las prácticas retributivas del CEO de las grandes empresas cotizadas, buscando siempre el mejor interés para las dos partes: propietarios y CEOs, sin olvidar ni dejar de lado en esta cuestión a la opinión pública.



La imposición de límites salariales de manera sistemática, al menos para las empresas de la muestra analizada, puede que no sea el camino más apropiado. La fijación de “techos” retributivos, establecidos de forma “artificial” por los reguladores de cada país o área económica y política, podría introducir una distorsión, alterando las normas de mercado y competencia, e incluso desincentivando una buena gestión si la retribución no se establece en función del talento y el nivel de dedicación individual exigido al CEO en cada compañía.

El sistema de retribución de los consejeros y altos directivos en grandes empresas cotizadas debería formar parte de la autorregulación societaria y estar sujeto a las recomendaciones de buen gobierno. Así pues, las posibles soluciones para evitar una remuneración excesiva y promover sistemas de incentivos adecuados que favorezcan la rentabilidad y sostenibilidad de la sociedad a largo plazo pasarían no tanto por fijar límites salariales, sino ahondar en la mejora de los sistemas de gobierno corporativo. Por ejemplo, potenciado la presencia de consejeros independientes suficientemente informados y con la experiencia necesaria para entender la complejidad de la política de compensación.

Además, vemos conveniente que se adopten nuevas normativas que habiliten a los propietarios de empresas cotizadas a participar de forma activa y con carácter vinculante sobre la retribución del CEO. Esto implicaría una efectiva involucración de la Junta General de Accionistas en la aprobación, validación y cualquier otra modificación posterior de la política de retribución. El mayor o menor éxito de este sistema, que otorgaría un papel crucial en último término al accionista, pasa también por formar accionistas sensibles, responsables y participativos, que conozcan y ejerza sus derechos y obligaciones, en el proceso de fijación de las remuneraciones.

Para que las anteriores medidas sean efectivas, se requiere avanzar por la senda de la transparencia. Se debería insistir en la obligación de que las empresas cotizadas pongan en conocimiento público la información relevante sobre la retribución del CEO y, este ejercicio de transparencia, hacerlo extensivo al resto de miembros de la alta dirección y consejeros de la organización. Es aquí donde el informe anual sobre remuneraciones de los consejeros debe jugar un papel relevante, siendo este el instrumento idóneo para la comunicación de las políticas retributivas de la empresa.

Todas estas iniciativas legislativas se deberían inscribir en un contexto donde prevalezca la moderación salarial, el comportamiento ético de los consejeros, y donde los responsables últimos de la remuneración apuesten por un mayor empleo de fórmulas de retribución variable a largo plazo ajustadas a indicadores fidedignos del desempeño del CEO.

Este trabajo pone de manifiesto que en los países europeos analizados persiste, para las grandes compañías cotizadas, el predominio de los incentivos a corto plazo por encima de lo deseable, en línea con los argumentos de las teorías gerenciales. El abuso del bonus a corto plazo puede promover una visión de corto alcance en la toma de decisiones de los directivos obligándoles a centrar su esfuerzo y sus habilidades directivas en decisiones de escasa influencia en la creación de valor a largo plazo.

La inversión en I+D o en nuevas plantas y equipos puede ser contraproducente para la rentabilidad de la empresa en el corto plazo, pero resulta sustancial para el sostenimiento del negocio y la creación de valor. Si se incentiva al directivo exclusivamente, o principalmente, a gestionar los recursos de la empresa para alcanzar resultados en plazos inmediatos, se pueden poner en peligro las líneas de inversión a largo plazo que son la base de la creación de nuevas áreas de negocio rentables y, por ende, el origen de la creación de valor para el accionista. Desde este planteamiento resultaría conveniente incentivar a los gestores a la toma de decisiones con un horizonte de largo plazo, e incluso con el fin de dotar a la gestión de continuidad, sería preciso no poner demasiado énfasis en objetivos de performance inmediatos, lo cual supondría hasta cierto punto aislar la remuneración directiva de la excesiva volatilidad del mercado en el corto plazo.

En definitiva, hay determinadas cuestiones de la actividad empresarial que no pueden dejarse únicamente en manos de la autorregulación como el derecho de los propietarios a estar protegidos por la legislación, y ahí juega un papel fundamental el regulador para adaptar la normas a las necesidades actuales e incorporar en esa normativa las lecciones aprendidas con la crisis financiera. Pero también deberíamos ser conscientes de que los excesos de regulación pueden restar competitividad al imponer trabas a la empresa y, en el caso de la retribución del CEO, puede no ser la mejor opción cuando está en juego atraer, retener y motivar el mejor talento.

BIBLIOGRAFÍA

- Aggarwal, R.K. (2008): "Executive compensation and incentives", In Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance, ed. BE Eckbo, p. 497-538. Amsterdam: Elsevier/ North-Holland.
- Beatty, R. E.; Zajac, E. J. (1994): "Managerial incentives, monitoring, and risk bearing: A study of executive compensation, ownership, and board structure in initial public offerings", *Administrative Science Quarterly*, Vol. 39, p. 313-335.
- Bebchuk, L. A.; Fried, J. M. (2003): "Executive compensation as an agency problem", N° w9813, National Bureau of Economic Research.
- Bebchuk, L. A.; Fried, J. M. (2004): "Pay without performance" (Vol. 278). Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Cadman, B.; Klasa, S.; Matsunaga, S. (2010): "Determinants of CEO pay: a comparison of ExecuComp and non-ExecuComp firms", *Accounting Review*, Vol. 85, p. 1.511-1.543.
- Chhaochharia, V.; Grinstein, Y. (2009): "CEO compensation and board structure", *Journal of Finance*, Vol. 64, p. 231-261.
- Canyon, M.J., Murphy, K.J. (2000): "The prince and the pauper: CEO pay in the US and UK", *Economic Journal*, Vol. 110, p. 640-671.
- Canyon, M.J.; Core, J.E.; Wayne R. (2011): "Are US CEOs paid more than UK CEOs? Inferences from risk-adjusted pay", *Review of Financial Studies*, Vol. 24, p. 402-438.
- Canyon, M.J.; Fernandes, N.; Ferreira, M.A.; Matos, P.; Murphy, K.J. (2010): "The executive compensation controversy: a transatlantic analysis", *Working Paper*, Fondazione Rodolfo De Benedetti.
- Core, J. E.; Larcker, D. F. (2002): "Performance consequences of mandatory increases in executive stock ownership", *Journal of Financial Economics*, Vol. 64, p. 317-340.
- Core, J.; Guay, W. (1999): "The use of equity grants to manage optimal equity incentive levels", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 28, p. 151-84.
- Croci, E.; Gonenc, H.; Ozkan, N. (2012): "CEO compensation, family control, and institutional investors in Continental Europe", *Journal of Banking & Finance*, Vol. 36, p. 3.318-3.335.
- Equilar (2012): "S&P 500 CEO pay study", Equilar, <http://www.equilar.com>.
- Faleye, O.; Hoitash, R.; Hoitash, U. (2011): "The Costs of Intense Board Monitoring". *Journal of Financial Economics*, Vol. 101, p. 160-181.
- Frydman, C.; Jenter, D. (2010): "CEO compensation", N° w16585, National Bureau of Economic Research.
- Gomez-Mejía, L.; Wiseman, R. (1997): "Reframing executive compensation: and assessment and outlook", *Journal of Management*, Vol. 23, p. 291-374.
- Gregg, P.; Jewell, S.; Tonks, I. (2012): "Executive Pay and Performance: Did Bankers' Bonuses Cause the Crisis?", *International Review of Finance*, Vol. 12, p. 89-122.
- Hartzell J.; Starks L. (2003): "Institutional investors and executive compensation", *Journal of Finance*, Vol. 58, p. 2.351-2.374.
- Hermalin, B. E.; Weisbach, M. S. (1998): "Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO", *American Economic Review*, p. 96-118.
- Jensen, M. C.; Meckling, W. H. (1976): "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of financial economics*, Vol. 3 (4), p. 305-360.
- Jensen, M.; Murphy, K. (1999): "CEO incentives: it's not how much you pay, but how". *Harvard Business Review*, Vol. 68, p. 138-153.
- Mehran, H. (1995): "Executive compensation structure, ownership, and firm performance", *Journal Financial Economics*, Vol. 38, N° 2, p. 163-184.
- OECD (2011): "Board practices: incentives and governing risks, corporate governance", OECD Publishing.
- Ozkan, N. (2007): "Do corporate governance mechanisms influence CEO compensation? An empirical investigation of UK companies", *Journal of Multinational Financial Management*, Vol. 17, p. 349-364.
- Rediker, K.J.; Seth, A. (1995): "Boards of directors and substitution effects of alternative governance mechanisms", *Strategic Management Journal*, Vol. 16, N° 2, p. 85-99.

Sánchez-Marín, G.; Baixauli-Soler, J.S.; Lucas-Pérez, M.E. (2013): "Retribución de los altos directivos y gobierno corporativo en las empresas cotizadas españolas", *Universia Business Review*, Vol. 37, p. 16-30.

Sapp, S. (2008): "The impact of corporate governance on executive compensation", *European Financial Management*, Vol. 14, p. 710-746.

Yu, F. (2012): "How monitoring affects the structure of CEO equity-based compensation", SSRN working paper, <http://ssrn.com/abstract=2147322>.

NOTAS

* Los autores agradecen la financiación recibida del Ministerio de Economía y Competitividad a través del proyecto ECO2012-31772.

1. Autor de contacto: Universidad de Oviedo; Facultad de Economía y Empresa; Avda. del Cristo s/n; 33071 Oviedo-Asturias; España.