

LA RETRIBUCIÓN EN ESPAÑA DEL PRINCIPAL EJECUTIVO DE LA EMPRESA (CEO) Y LA TEORÍA DEL PODER DIRECTIVO

MANUEL ALCAIDE CASTRO
Catedrático de Organización de Empresas
Universidad de Sevilla

IGNACIO FLÓREZ SABORIDO
Profesor Titular de Organización de Empresas
Universidad de Sevilla

MARÍA ÁNGELES RODRÍGUEZ SERRANO
Profesora Sustituta Interina
Universidad de Sevilla

EXTRACTO **Palabras Clave:** CEO, compensación, bonus, opciones sobre acciones, poder directivo. Clasificación JEL: M12

El trabajo comienza con la discusión de dos de las principales teorías que tratan de explicar la compensación de los *Chief Executives Officers* (CEOs) o primer Ejecutivo del Consejo de Administración: la teoría del mercado de trabajo y la del poder del directivo. Posteriormente, con base en una regresión con datos de panel y en el programa de *software* estadístico *Stata 12*, se obtienen conclusiones acerca de la capacidad de la segunda de estas aproximaciones teóricas para explicar la cuantía de la compensación de los CEOs de las empresas cotizadas en España. Para lograr este objetivo se ha construido una base de datos con información sobre 64 CEOs que han permanecido en sus cargos durante los cuatro años que van de 2013 a 2016.

ABSTRACT **Key Words:** CEO, compensation, bonus stock options, managerial power. Classification JEL: M12

The work begins with the discussion of two of the main theories that try to explain the compensation of the Chief Executives Officers (CEOs) or the first Executive of the Board of Directors: the theory of the labor market and the power of the manager. Subsequently, based on a regression with panel data and in the statistical software program *Stata 12*, conclusions are obtained about the capacity of the second of these theoretical approaches to explain the amount of compensation of CEOs of listed companies in Spain. To achieve this goal, a database has been built with information on 64 CEOs who have remained in their positions during the four years from 2013 to 2016.

ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN Y OBJETIVOS
2. EL MERCADO DE TRABAJO COMO FUNDAMENTO DE LA COMPENSACIÓN DEL CEO
3. LA APROXIMACIÓN DEL PODER DEL CEO
4. LA COMPENSACIÓN DE LOS CEOS EN LAS EMPRESAS COTIZADAS EN ESPAÑA
 - 4.1. Fuentes de información y metodología de investigación utilizada
 - 4.2. Análisis de la variable explicada y su estructura: La Retribución Total del CEO
 - 4.3. Variables explicativas e hipótesis
 - 4.3.1. Variables relativas al poder del CEO
 - 4.3.2. Variables de control
 - 4.4. Análisis descriptivo de las variables
 - 4.5. Modelo objeto de estudio
5. RESULTADOS
6. CONCLUSIONES
7. LIMITACIONES Y FUTURAS INVESTIGACIONES

1. INTRODUCCIÓN Y OBJETIVOS

Durante las tres últimas décadas los incrementos que ha experimentado la retribución de los CEOs de las empresas cotizadas han sido objeto de atención y controversia continuada en las revistas académicas, en la prensa económica e incluso en los medios de comunicación de carácter más general (Nichols, D., Subramaniam, Ch., 2001, p:339). Se trata de un debate que se inicia en Estados Unidos a comienzos de la década de los 90, que se intensifica con el considerable incremento de las retribuciones que tiene lugar en este mismo país entre 1995 y 2001 y que, posteriormente, se extiende a la mayoría de los países desarrollados. Nadie discute que las retribuciones de los CEOs de las empresas cotizadas son muy elevadas, lo que se discute es si son excesivas e injustas¹.

- De una parte, se encuentran los que consideran que las elevadas compensaciones de los CEOs se explican con base en el funcionamiento del mercado de trabajo y que, por ello, están justificadas².

- De otra parte, se encuentran los que consideran que la compensación de los altos ejecutivos, en general, y de los CEOs, en particular, resulta exce-

¹ En general se considera que en Estados Unidos las retribuciones de los CEOs son más elevadas que en la mayoría de los países (Nichols, D., Subramaniam, Ch., 2001, p: 343; Kolb, R., 2006, p: 2). H. Tosi y T. Greckhamer han puesto de manifiesto la importancia de los factores culturales (distancia de poder, individualismo, etc.) en la explicación de las diferencias existentes entre países en la cuantía y la estructura de la compensación de los CEOs (Tosi, H., L., Greckhamer, T. 2004, p: 662).

² Entre otros: Core, J., E., Guay, W., R., Thomas, R., S., 2005; Gabaix, X., Landier, A., 2008; Kaplan, S., N., 2008.

siva, injusta³ e incluso perjudicial para la buena marcha de las empresas y el bienestar general (Néron, P-Y, 2015, p: 172).

Los objetivos del presente trabajo son los siguientes:

- De una parte, exponer las dos principales teorías que explican la compensación⁴ de la alta dirección de las empresas y que, con elevada frecuencia, se encuentran en la base de los puntos de vista discrepantes que se acaban de mencionar. Se trata concretamente de las teorías del mercado de trabajo y del poder directivo o poder del CEO (Van der Laan, G., 2010, p: 158)⁵.

- De otra parte, recurriendo a una regresión con datos de panel y al programa de *software* estadístico *Stata 12*, obtener conclusiones acerca de la capacidad de la segunda de las aproximaciones teóricas mencionadas para explicar la cuantía de la compensación de los CEOs de las empresas cotizadas en España.

2. EL MERCADO DE TRABAJO COMO FUNDAMENTO DE LA COMPENSACIÓN DEL CEO

El CEO, al igual que cualquier empleado, percibe una compensación por su contribución al desarrollo de la actividad productiva. Esta compensación puede ser inicialmente interpretada como el resultado de un intercambio entre derechos que tiene lugar libremente en el mercado. Desde esta perspectiva, la retribución del CEO se explica a través de un proceso negociador desarrollado en un plano de igualdad e independencia, entre éste y el Consejo de Administración de la empresa (CA)⁶, y a través del cual toman forma concreta las fuerzas de la oferta y la demanda que operan en un mercado de trabajo (Shaw, W., H., 2006, pp: 97-98).

³ “La prensa económica está repleta de artículos que sugieren que los CEOs se encuentran sobrepagados y que su paga es injusta” (Nichols, D., Subramaniam, Ch., 2001. p: 339). Véase también a este respecto: Wade, J., B., O’Reilly, III, Ch., A., Pollock, T., G., 2006, p: 527. El argumento más popular en contra de las elevadas retribuciones de los CEOs gira en torno a su exceso de codicia y su falta de virtud (Potts, M, 2006, p: 113-114).

⁴ Los términos de compensación, salario, paga y retribución se van a utilizar a lo largo de este documento de forma intercambiable. Las diferencias que pudieran existir entre estos conceptos son irrelevantes a efectos de los objetivos de este trabajo (Moriarty, J., 2012, p: 64).

⁵ Aunque no son las únicas teorías que abordan la problemática de la retribución de los CEOs, sí son las más relevantes a la hora de explicar el proceso de determinación de la compensación, mientras que otras teorías se centran, sobre todo, en los resultados finales (Néron, P-Y, 2015, p: 173). Entre estas últimas destacan especialmente la teoría del deber fiduciario del CEO (Moriarty, J., 2009) y la teoría de la “objeción igualitaria” en sus variantes distributiva y relacional (Véase, entre otros: Néron, P-Y, 2015).

⁶ En España, en general, el CA se compone del Presidente, los Consejeros y un Secretario, siendo frecuente en las grandes empresas que existan también Vice-presidencias e incluso Vice-secretarías. Los Consejeros a su vez pueden ser: dominicales (que representan un porcentaje de acciones de la empresa), independientes (que velan los intereses de los accionistas desde una posición de independencia y profesionalidad) y ejecutivos (miembros del equipo directivo de la empresa que tienen un puesto en el CA).

- Del lado de la oferta del recurso trabajo se encuentran los CEOs potenciales, propietarios de su capital humano individual (conocimientos, habilidades, actitudes y competencias), con determinados salarios de reserva⁷ y niveles de aspiración en materia retributiva.

- Del lado de la demanda se encuentran, actuando en nombre de los accionistas, propietarios del capital, los CAs de las empresas, dispuestos a ofrecer una cantidad que no exceda el valor que el CEO aporta a la empresa. Con frecuencia existe en el seno del CA un Comité de Compensación (CC) compuesto por varios consejeros (Bebchuk, L., A., Fried, J., M., Walker, D., I., 2002, p: 765) que suelen actuar asesorados por los Departamentos de Recursos Humanos de las empresas y por las Consultoras contratadas por las mismas. Independientemente de que algunos componentes de la compensación se sometan a la aprobación de la Junta General de Accionistas (JGA) o que ésta establezca las reglas para retribuir al CEO.

Cuando el CA ofrece una cantidad que, sin exceder el valor que el CEO aporta a la empresa, supera su salario de reserva, existe margen para el acuerdo y la contratación voluntaria.

No obstante, la explicación de la retribución a través de esta línea argumental requiere tener presente la existencia de imperfecciones en el funcionamiento del mercado de trabajo. Entre estas imperfecciones destacan especialmente en el caso de los CEOs, de una parte, la asimetría de la información y, de otra, la información incompleta. Si para cualquier empresa es difícil conocer el nivel de compromiso productivo y de capital humano relevante para el desarrollo de la actividad productiva de un trabajador, este problema se ve agravado en el caso de los CEOs.

- De un lado, el CA experimenta importantes dificultades para conocer *ex ante* el compromiso del CEO con su trabajo y la empresa, por lo que, suponiendo que este último posea este conocimiento, se está en presencia de una situación de asimetría de la información, ya que sólo una parte la posee.

- De otro lado, tanto el CA como el CEO experimentan importantes dificultades para conocer *ex ante* el capital humano necesario para la obtención de los resultados deseados. De aquí que la información sea incompleta para ambas partes en el momento de la contratación, ya que los dos carecen de la información necesaria (Spence, M., 1973, p: 357).

La vinculación de la retribución del CEO a la valoración de su desempeño permite paliar, al menos en parte, los problemas derivados de las imperfecciones comentadas. No obstante, hay que tener presente que el trabajo del CEO no está sometido a la misma supervisión convencional que la mayoría de las actividades de la empresa, por lo que su valoración es necesaria hacerla a través de resultados de carácter general y no a través de comportamientos o características personales.

⁷ Se entiende por salario de reserva el nivel de salario por debajo del cual el empleado no está dispuesto a trabajar.

El problema radica en las dificultades que existen para saber si estos resultados, buenos o malos, son debidos realmente al CEO o a factores externos sobre los que éste carece de control. Así, la vinculación de la retribución a los resultados supone un riesgo adicional (Hill, Ch., W., L., Phan, P., 1991, p: 709) para el CEO que es necesario compensar con una retribución más elevada que si el salario fuera fijo y estuviera al abrigo de cualquier contingencia no controlada por el propio CEO (Boatright, J., R., 2010, p: 176; Fulmer, I., S., 2009, p: 663).

Una variante de esta aproximación a la retribución del CEO, basada en el mercado, es la Teoría de la Agencia⁸. Este enfoque considera que los CEOs son pagados no solo por el valor que aportan a la empresa sino también para superar ciertos problemas de agencia relacionados con la separación entre la propiedad (accionista-principal) y la dirección (CEO-agente) de la empresa⁹. Esta separación abre la posibilidad de que el CEO anteponga sus propios intereses a los intereses de los accionistas o, al menos, a que no persiga los objetivos de los accionistas con la diligencia esperada (pérdidas de agencia). Para lograr que los CEOs sean agentes leales (Boatright, J., R., 2010, p: 178), los accionistas deben pagar un plus o extra con respecto a lo que sería la retribución de puro mercado y que recibe la denominación de costes de agencia. Vincular la retribución del CEO a los resultados de la empresa supone tratar de dar una solución al problema de agencia, trasladando parte del riesgo empresarial al CEO y dando lugar a que este prospere solamente cuando la empresa también lo haga (Kolb, R., 2006, p: 6). Esta vinculación se considera la “segunda mejor opción” ya que la primera sería realizar un control estricto de la actividad del CEO con base a una observación que en la práctica es tanto imposible, por no tener superior jerárquico directo, como carente de operatividad, dada la naturaleza de su trabajo¹⁰.

Los argumentos que en esta aproximación con base en el mercado se utilizan para explicar las elevadas compensaciones de los CEOs de las empresas cotizadas en la actualidad, son los siguientes:

- En primer lugar, se considera que el incremento de su retribución obedece a un problema de escasez de oferta del recurso por dos razones de diferente índole:
 - De una parte, porque el trabajo de los CEOs resulta cada vez más arriesgado y menos satisfactorio por la presión y los controles crecientes a los que

⁸ En la Teoría de la Agencia clásica un principal neutral al riesgo diseña un contrato óptimo para un agente con aversión al mismo, teniendo en cuenta los problemas de oportunismo post-contractual existentes por parte del agente. La difusión del modelo societario ha dado lugar a una extensión de este modelo clásico con una estructura de tres niveles: principal (accionistas) - supervisor (CA o CC) - agente (CEO) (Conyon, M., J., He, L., 2004, pp. 37 y 38).

⁹ Diversos escándalos empresariales han generado dudas acerca de la efectividad de los incentivos y, especialmente, de las opciones sobre acciones como mecanismos útiles para reducir los problemas de agencia (Lee, J., Lee, B-H., Waddock, S., Graves, S., B., 2006, p: 33)

¹⁰ Tradicionalmente se ha considerado que la valoración del desempeño con base en la observación del empleado resulta muy difícil cuando la actividad laboral se caracteriza por tener una elevada carga mental.

se encuentran sometidos. En este sentido S. N. Kaplan, haciendo referencia a Estados Unidos, indica que en los años previos a la crisis económica de 2007 se pudo observar cómo un elevado número de CEOs abandonaron las empresas cotizadas para trabajar en otro tipo de empresas o para crear la suya propia (Kaplan, S., N., 2008, pp: 6 y 7). Para S. N. Kaplan, este movimiento de salida sería muy difícil de explicar si efectivamente los CEOs de las empresas cotizadas estuvieran realmente satisfechos en sus trabajos (Kaplan, S., N., 2008, p: 32).

- De otra parte, porque el trabajo del CEO ha adquirido una complejidad creciente y solamente un reducido número de individuos tienen el capital humano y las competencias necesarias¹¹ para el desarrollo efectivo del trabajo¹². Esta creciente complejidad se debe a varias razones:

- Primero, al aumento en muchos sectores de actividad de la dimensión de las organizaciones empresariales (Hill, Ch., W., L., Phan, P., 1991, p: 709; Bebhuk, L., A., Fried, J., M., Walker, D., I., 2002, p: 762). Una organización de mayor tamaño comporta una gestión más compleja debido a que los problemas de planificación, decisión, coordinación y control se intensifican.

- Segundo, al hecho de operar en un entorno globalizado (Sanders, W., G., Carpenter, M., A., 1998, p: 160) y de intensa base tecnológica (Nichols, D., Subramanian, Ch., 2001, pp: 342 y 343). En este caso la mayor complejidad en la actividad del CEO proviene del aumento de la competencia que supone una rivalidad a escala internacional y de tener que hacer frente a los procesos continuos de adaptación, innovación y renovación tecnológica.

- Tercero, el trabajo actual del CEO exige, cada vez con más intensidad, de la innovación, del acto creativo, de la capacidad humana para estar alerta y descubrir nuevas formas de creación de valor (Boatright, J., R., 2010, p: 173): un nuevo producto, un nuevo método de producción, una nueva tecnología, un nuevo modelo de negocio, etc. Se trata de una actividad emprendedora generadora de desequilibrios de mercado que suele tener un carácter temporal y que es fuente de beneficios extraordinarios¹³.

¹¹ Ya sean innatas o adquiridas a través de la instrucción y la acumulación de experiencias.

¹² I. S. Fulmer indica a este respecto: "En las corporaciones modernas pocas capacidades son más críticas, escasas y demandadas que las poseídas por los CEOs (Fulmer, I., S., 2009, p: 659). En términos generales, la retención de los ejecutivos constituye una seria preocupación para las empresas. Los niveles salariales son, en parte, tan elevados debido a una escasez percibida, si no real, de un talento de alta calidad, capaz de liderar de manera efectiva las grandes empresas cotizadas" (Fulmer, I., S., 2009, p: 691).

¹³ Ya J. Schumpeter teorizó sobre la destrucción creativa del capitalismo y, más recientemente, otros autores han acuñado y profundizado en el concepto de "innovación disruptiva" y sus consecuencias sobre las empresas establecidas. Véase a este respecto, especialmente, a C. Christensen (1997, 2004 y 2006) y Schmidt, G., M., Druehl, Ch., T., 2008.

- En segundo lugar, se considera que se han producido una serie de cambios que han dado lugar a un incremento de la aportación del CEO a la empresa en comparación con épocas pasadas, lo que explica que sus compensaciones sean más elevadas. Se trata de un caso parecido al de los deportistas de élite, las estrellas del espectáculo¹⁴, los abogados de bufetes prestigiosos, los gestores de fondos de inversión, etc., que también han experimentado considerables aumentos en sus retribuciones en las últimas décadas. Es frecuente que se recurra, como explicación o justificación del aumento de la compensación de los CEOs, al hecho de que, a partir de principios de la década de los 90, otros grupos de personas con capacidades y competencias especiales, tales como los citados, negociando en un plano de igualdad e independencia, hayan experimentado incrementos similares o incluso superiores en sus retribuciones (Kaplan, S., N., 2008, p: 13).

La aceptación del sistema capitalista y de que la compensación del CEO se encuentra determinada libremente por las fuerzas del mercado, aunque sea con sus imperfecciones y problemas de agencia, comporta una serie de consecuencias, entre las que destacan las siguientes:

- En primer lugar, la legitimidad de la retribución de la alta dirección de las empresas, por elevada que sea. Se trata de una concepción que se encuentra en consonancia con un ideario liberal, que tiene un evidente atractivo intuitivo y que coincide con la denominada “perspectiva mínima de la ética de la compensación” (Moriarty, J., 2014, pp: 33 y 34)¹⁵. Diversos autores¹⁶ están persuadidos de que, sin negar la existencia de algunos casos escandalosos y abusivos, la retribución de los CEOs se encuentra ampliamente determinada por las fuerzas de la oferta y de la demanda, estando una parte importante de la misma vinculada a los resultados de la empresa. En algunos casos se llega incluso a afirmar que es muy posible que los CEOs más competentes no solo no estén sobre-pagados sino infra-pagados (Kaplan, S., N., 2008, p: 6).

- En segundo lugar, este punto de vista tiende a desalentar la regulación del mercado de trabajo de los CEOs. Se considera que cualquier regulación directa sobre la retribución supone imponer costes adicionales sobre empresas e inversores (Kaplan, S., N., 2008, p: 29). Así, se afirma que cualquier

¹⁴ Los avances en las nuevas tecnologías de la información y de las comunicaciones han permitido que las actividades de los componentes de algunos de estos grupos sean accesibles a millones de ciudadanos en tiempo real. No obstante, para J. C. Bogle se trata de una comparación problemática ya que las estrellas del espectáculo o del deporte son pagadas con el peculio de sus fans o de los propietarios de los equipos de los que forman parte, mientras que los CEOs son pagados por los CAs pero con los recursos de los accionistas (Bogle, J., C., 2008, p: 22).

¹⁵ Hay que precisar que J. Moriarty no se encuentra entre los defensores de esta concepción liberal.

¹⁶ Entre los autores partidarios de esta explicación de las elevadas retribuciones de los CEOs destacan, entre otros, los siguientes: Core, J., E., Guay, W., R., Thomas, R., S., 2005; Gabaix, X., Landier, A., 2008; Kaplan, S., N., 2008. También, con algunas cautelas, cabe incluir en este grupo a J. R. Boatright.

intervención en materia salarial que comporte “suelos” o “techos” daría lugar a las mismas ineficiencias que cualquier otro control de precios. Los “suelos” generarían un exceso de CEOs que se ofertan en el mercado de trabajo, mientras que los “techos” producirían una escasez de los mismos.

- En tercer lugar, se trata de una explicación que no es incompatible con la versión distributiva de la “objeción igualitaria” a las elevadas compensaciones de los CEOs. Desde esta perspectiva se trata de conseguir la igualdad mediante la neutralización de la suerte bruta¹⁷ a través de una redistribución de los recursos. Aunque este enfoque puede ser utilizado como argumentación para la reducción de las elevadas diferencias retributivas existentes entre los CEOs y el resto de los trabajadores, deja abierta la posibilidad de que la corrección de las desigualdades se pueda realizar redistribuyendo la riqueza en un ámbito externo a la empresa y fundamentalmente en el terreno tributario y educativo y, por ello, siendo plenamente compatible con una hipotética lógica de mercado¹⁸.

3. LA APROXIMACIÓN DEL PODER DEL CEO

El desafío reciente más destacado a las explicaciones sobre la compensación de los CEOs basadas en el funcionamiento del mercado de trabajo proviene de la teoría del poder gerencial (Essen, M., V., Otten, J., Carberry, E., J., 2015, p:165)¹⁹. El punto de partida de esta aproximación radica en la afirmación de que la negociación de la retribución entre los CAs y los CEOs no se desarrolla en un plano de igualdad e independencia, por las siguientes razones:

- En primer lugar, muchas personas desean ser nombradas y reelegidas miembros de los CAs de las empresas por los innumerables beneficios y ven-

¹⁷ Lo que E. S. Anderson denomina la “injusticia cósmica”, “igualitarismo de la suerte” o “igualdad de fortuna” (Anderson, E., S., 1999, pp: 288-289). Los partidarios de la “objeción igualitaria” a las elevadas compensaciones de los CEOs diferencian entre la “suerte bruta” y la “suerte de opción” (Dworkin, R., 1981, p: 293). La primera hace referencia a la que se encuentra determinada por factores arbitrarios tales como la etnia, el origen social, el lugar de nacimiento, los talentos naturales, la “lotería genética” y otra serie de condicionantes que marcan el destino de cada persona. La segunda es la que tiene lugar una vez que se han tomado ciertas opciones conscientes, tales como la elección de profesión o ciertas decisiones en el desarrollo de la actividad profesional.

¹⁸ Defensores de esta explicación con base en el mercado, tales como S. N. Kaplan, no tienen inconveniente en indicar que si lo que existe es una objeción a la desigualdad en materia de riqueza, el problema debería ser abordado en el terreno de las políticas redistributivas externas a la empresa, pero no en el ámbito de las prácticas retributivas, ni siquiera en las de gobierno corporativo (Kaplan, S., N., 2008, p: 29). “Las teorías resultantes de la ‘igualdad de la suerte’ comparten así un núcleo común: un híbrido de capitalismo y estado del bienestar” (Anderson, E., S., 1999, p: 292). Por su parte, la versión relacional de la “objeción igualitaria” critica este punto de vista redistributivo, al que denomina el “objetivo erróneo”, por considerar que es en las propias jerarquías retributivas y de estatus internas a las empresas, donde se encuentra la raíz y la esencia del problema de la falta de igualdad (Néron, P-Y, 2015, p: 178).

¹⁹ L. A. Bebchuk y colaboradores son los autores más representativos de esta teoría.

tajas que ello comporta, ejerciendo los CEOs una fuerte influencia sobre esta nominación y reelección (Bebchuk, L., A., Fried, J., M., Walker, D., I., 2002, p: 766; Moriarty, J., 2006, p: 157). Se trata de un ejercicio de influencia del que resulta una violación del deber fiduciario del CA con respecto a los accionistas de la empresa (Kolb, R., 2011, p: 684; Moriarty, J., 2006, p:158). Deber que obliga a anteponer los intereses de los accionistas a los de los propios consejeros. No obstante, es posible conceder que estas interferencias puedan ser el resultado inadvertido de un “efecto club” (Kolb, R., 2006, p: 5) o de un “error de proyección”, en virtud del cual los CEOs tienden a seleccionar como componentes de los CAs a personas con las que coinciden en puntos de vista, valores e interpretaciones acerca del desenvolvimiento de la actividad empresarial (Kolb, R., 2011, p: 685)²⁰. También cabe indicar que la reciprocidad a la que se pueden ver abocados el CEO y el CA tiene aspectos tanto negativos como positivos ya que si bien hace que el CA pierda independencia también puede dar lugar a una colaboración más estrecha (O’Reilly, C., A., Main, B., G., M., 2010, p: 685). Además, con frecuencia dentro de los CAs se forman CCs que tienen como objetivo hacer propuestas sobre la retribución del CEO y que, en muchos casos, se caracterizan por su debilidad. Cuando se trata de renegociar la compensación, el CEO puede intentar que personas de su confianza formen parte del CC o incluso influir en la nominación del máximo responsable del mismo (Choe, Ch., Tian, G., Y., Yin., 2014, p: 239).

- En segundo lugar, los CEOs disponen en la práctica de amplios márgenes de discrecionalidad para beneficiar de forma directa o indirecta a los consejeros: contratando a sus empresas, influyendo sobre su nivel de compensación, etc. Además, no hay que olvidar que los consejeros ejecutivos (CE) se encuentran o se van a encontrar bajo la dependencia jerárquica del CEO²¹.

²⁰ J. D. Westphal y E.J. Zajac muestran que mientras mayor es el poder del CEO sobre el CA más parecidos serán en términos personales y sociales los nuevos consejeros a los CEOs y más generosas serán las compensaciones de este último (Westphal, D., J., Zajac, E., J., 1995, pp: 77-78). Desde una óptica diferente, P. Zhang y colaboradores proponen un modelo con base en la teoría de la dependencia para comprender las relaciones de poder entre el CEO y el CA. Aunque estos autores consideran que existe una dependencia mutua, sugieren que el CEO tiende a prevalecer como consecuencia de la elevada asimetría existente, en perjuicio del CA, en lo relativo a la obtención de información relevante de la empresa (Zhang, P, Fadil, P., Baynard, Ch., 2015, p: 67). Además, a medida que el CEO tiene más antigüedad más control obtiene sobre los sistemas de información de la empresa (Hill, Ch., W., L., Phan, P., 1991, p: 708).

²¹ J. B. Wade y colaboradores muestran cómo los niveles de retribución de los directivos se encuentran asociados al nivel de la compensación del CEO. También muestran cómo el grado de esta asociación disminuye a medida que se baja en la jerarquía de la empresa (Wade, J., B., O’Reilly, III, Ch., A., Pollock, Timothy., G., 2006, p: 540). En oposición a esta idea, la “teoría de la competición” sugiere que importantes diferencias de retribución en el seno del equipo directivo puede mejorar los resultados de la empresa, al estimular la competencia en orden a lograr los ascensos. La investigación desarrollada por M. Athavale y S. M. Avila en el sector del seguro parece confirmar la “teoría de la competición” frente a modelos más equitativos dentro de los propios equipos directivos (Athavale, M., Avila, S., M., 2005, pp: 135 y 146).

- En tercer lugar, los consejeros carecen en la práctica del tiempo y los medios necesarios para formarse por sí solos un criterio acerca de la adecuada compensación de los CEOs. De aquí que recurran con frecuencia a los Departamentos de Recursos Humanos de las Empresas y a empresas consultoras, especializadas en los problemas de compensación. Los unos y las otras tienen escasos incentivos para oponerse a la elevada retribución del CEO. Los Departamentos de Recursos Humanos por su dependencia jerárquica, presente o futura, y las consultoras por su vulnerabilidad, ya que desagradar a los altos ejecutivos puede significar el fin de encargos adicionales por parte de la empresa del CEO (Core, J., E., Guay, W., R., Thomas, R., S., 2005, p: 1150). El consultor que recomiende bajar la paga del CEO corre el riesgo de no volver a ser contratado. En este sentido J. C. Bogle considera abiertamente que una parte importante de la responsabilidad en las disparatadas retribuciones de los CEOs tiene su origen en la elevada compensación de los consultores y en su forma de operar en este ámbito. Estas empresas suelen agrupar a los CEOs en cuartiles en función de su retribución. Cuando un CA encuentra que la retribución de su CEO se sitúa en el cuarto cuartil, la aumenta hasta llevarla, por ejemplo, al tercero, lo que desde luego hace caer a otros al cuarto. De esta forma el ciclo se repite dando lugar, con el paso del tiempo, a indefectibles incrementos de la retribución, siempre con la coartada del recurso a consultores y metodologías imparciales (Bogle, J., C., 2008, p: 23)²².

- Finalmente, se debe indicar que existen redes sociales y de influencia entre los altos directivos que nutren los CAs. Estas redes se explican a través de factores psicológicos y sociales, tales como la amistad, la lealtad, la reciprocidad, la colegialidad, etc. y pueden ir mucho más allá del “efecto club” anteriormente mencionado. Hay que tener en cuenta que un porcentaje elevado de consejeros son a su vez CEOs en otras empresas (Nichols, D., Subramaniam, Ch., 2001, p: 347). Los altos directivos de un país, e incluso de áreas geográficas más amplias, forman un selecto colectivo dentro del cual se compite, pero en cuyo seno se establecen también redes de protección, ayuda mutua y solidaridad en la cúspide de la pirámide profesional y social²³.

²² T. Shin encuentra indicios de asimetría en los procesos de evaluación comparativa que se utilizan para determinar la compensación de los CEOs: “Solamente los CEOs poderosos reaccionan con éxito ante la inequidad, promoviendo ajustes al alza cuando se encuentran infra-pagados y evitando ajustes a la baja cuando se encuentran sobre-pagados” (Shin, T., 2016, p: 442). Esta asimetría genera un efecto “Lago Wobegon” que da lugar a un incremento continuo de la retribución (Shin, T., 2016, p: 442; Peetz, D., 2015, p: 713).

²³ J. D. Harris cita diversos autores que consideran que las grandes empresas en Estados Unidos se encuentran supervisadas por una red relativamente reducida de altos ejecutivos con estrechas relaciones entre ellos, lo que tiene un impacto sustancial sobre los problemas de gobierno corporativo y sobre su propia retribución (Harris, J., D., 2009, p: 150). Este autor considera que las relaciones existentes entre un reducido y selecto grupo de altos ejecutivos pone incluso en duda la igualdad de oportunidades en el acceso al puesto de CEO (Harris, J., D., 2009, pp: 151 y 152; Harris, J., D., 2006,

La “objección igualitaria” a las elevadas retribuciones de los CEOs plantea el problema de la tendencia de las élites económicas a reproducirse a través de selectivos procesos de exclusión e inclusión (Néron, P-Y, 2015, p: 176).

Para L. A. Bebchuk, J. M. Fried y D. I. Walker se está en presencia de un proceso de corrupción explícito o implícito en el que unos CAs excesivamente condescendientes, débiles y que, incumpliendo su deber fiduciario al anteponer sus propios intereses, permiten retribuciones muy elevadas del CEO y poco sensibles a los resultados de la empresa (Bebchuk, L., A., Fried, J., M., Walker, D., I., 2002, pp: 783-793). De esta forma, los CEOs obtendrían compensaciones muy superiores y con una estructura muy diferente a la resultante de una negociación desarrollada en un plano de igualdad e independencia, aun teniendo en cuenta las imperfecciones de mercado y los problemas de agencia. Hay que señalar que muchos de los argumentos esgrimidos por estos autores parecen tener una mayor fuerza cuando el CEO proviene de la propia empresa o cuando renegocia su retribución, más que cuando provienen del exterior. No obstante, en este sentido J. Moriarty cita a autores que estiman que, al menos en Estados Unidos, en torno al 75 por ciento de los nuevos CEOs acceden al cargo desde el interior de la empresa (Moriarty, J., 2009, p: 240)²⁴.

Además, L. A. Bebchuk y colaboradores consideran que el poder moderador de los accionistas, de los mercados de trabajo, de valores, de productos y de capitales resulta de escasa entidad a la hora de poner freno al poder y a los excesos retributivos de los CEOs (Bebchuk, L., A., Fried, J., M., Walker, D., I., 2002, pp: 774-778).

El único freno realmente efectivo a estos excesos es que la “indignación” de los accionistas y de diversos grupos externos a la empresa puede dar lugar a importantes costes en términos de imagen, reputación y credibilidad para los CEOs, los CAs y el propio modelo de gobierno corporativo²⁵. Estas reacciones negativas, a las que L. A. Bebchuk y colaboradores denominan “costes de la indignación”, explican tanto el establecimiento de ciertos límites retributivos como, sobre todo, el “camuflaje” de la compensación (Bebchuk, L., A., Fried, J., M., Walker, D., I., 2002, pp: 786-788; Weisbach, M., S, 2007, pp: 425 y 426). Se trata de diseñar un sistema de retribución con una escasa visibilidad pública que haga más difícil conocer su cuantía real y que se encuentre relacionado tan solo en apariencia con los resultados de la empresa. El objetivo es que los “costes de la indignación” no

pp: 72-73). Entre los CEOs y los consejeros existe lo que D. Peetz denomina “identidades solapadas” (Peetz, D., 2015, pp: 710-711).

²⁴ En esta línea, I. S. Fulmer señala que entre 2000 y 2005 la cobertura de la vacante del CEO con personas externas a la empresa ocurrió aproximadamente en el 32,7 por ciento de los casos (Fulmer, I., S., 2009, p: 665).

²⁵ “Considerando que algo como el ‘capital en términos de reputación’ es crucial, los salarios extremadamente altos de los CEOs son simplemente perjudiciales para la actividad empresarial” (Néron, P-Y, 2015, p: 172).

hagan su aparición. En esta “ingeniería salarial” destacan, entre otras prácticas, las siguientes: las retribuciones diferidas, los planes de pensiones, los créditos concedidos por la empresa a un reducido interés, el establecimiento de relaciones de carácter mercantil con el CEO después de su salida de la empresa, los beneficios en especie después del retiro o, igualmente, de la salida de la empresa, los “ataúdes de oro”²⁶, la entrega directa de acciones de la empresa sin compromiso de mantenimiento en cartera por parte del directivo durante un cierto tiempo, la vinculación tan solo aparente entre la retribución y los resultados de la empresa, las prácticas de blindaje del CEO o “paracaídas de oro”, la modificación de las condiciones iniciales de la entrega de opciones sobre acciones en beneficio del CEO (Geiler, P., Renneboog, L., 2011, p: 137; Peetz, D., 2015, p: 716), las generosas indemnizaciones en caso de cambio de los accionistas de referencia, etc.

Si se considera que la aproximación del poder directivo se ajusta a la realidad²⁷ no se puede aceptar la legitimidad y la eficiencia de las elevadas compensaciones de los CEOs, siendo necesaria la introducción de cambios profundos y controles adicionales en el modelo prevalente de gobierno corporativo. Incluso se llega a proponer que exista un salario máximo o “techo salarial” que no pueda ser sobrepasado.

Desde esta óptica se puede afirmar, de acuerdo con J. K. Galbraith, que: “El salario del director ejecutivo de la gran corporación no es un premio del mercado por sus logros. Con frecuencia tiene la naturaleza de un cálido gesto personal del ejecutivo consigo mismo”²⁸. Según este autor, las elevadas retribuciones de los CEOs no se explican por la lógica del mercado, sino que se las conceden ellos mismos por el poder que ostentan.

4. LA COMPENSACIÓN DE LOS CEOS EN LAS EMPRESAS COTIZADAS EN ESPAÑA

Para el desarrollo de la investigación empírica sobre la aproximación del poder como determinante de la retribución de los CEOs en España se ha recurrido a las fuentes de información, la metodología y las variables que a continuación se explicitan:

4.1. Fuentes de información y metodología de investigación utilizada

²⁶ Importantes beneficios para los herederos del CEO en caso de fallecimiento estando en el ejercicio del cargo.

²⁷ Entre los partidarios de este punto de vista destacan, además de L. A. Bebchuk y colaboradores, los siguientes autores: Bertrand, M., Mullainathan, S., 2001; Hambrick, D., C., Finkelstein, S., 1995 y Main, B., G., O'Reilly, C., A., Wade, J., 1995.

²⁸ Citado por Néron P-Y, 2015, p: 175 y por Harris, J., D., 2009, p: 148.

Las empresas que forman parte de la base de datos construida son aquellas que, cotizando en algunas de las cuatro bolsas españolas, se encuentran integradas en el Sistema de Interconexión Bursátil Español (SIBE). Los únicos CEOs de empresas cotizadas excluidos han sido aquellos pertenecientes a empresas que carecen de consejeros ejecutivos, las que se encontraban judicialmente administradas, las filiales de multinacionales y las cotizadas en parqué o mercado de corros. A continuación, con los CEOs no excluidos y que han permanecido en sus cargos los años 2013, 2014, 2015 y 2016 se ha confeccionado una base de datos de panel, referente a cada uno de los años mencionados, con información de 64 CEOs. De esta forma se combina una dimensión transversal (CEOs) con otra temporal (años), con un total de 256 observaciones, lo que da lugar a un panel balanceado.

Las fuentes de información a las que se ha recurrido han sido las siguientes:

- Informe Anual de Gobierno Corporativo (IAGC).
- Información Financiera Intermedia (INF) de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).
- Informe Anual sobre las Remuneraciones de los Consejeros (IARC).
- Estadísticas de Gobierno Corporativo de las Sociedades Cotizadas (EGC).
- Informe Anual del Mercado Continuo (IAMC).

Estas fuentes de información han sido utilizadas de forma individualizada para obtener los datos relativos a la variable dependiente y a las variables independientes que forman parte del modelo utilizado. Más adelante se especifica de forma concreta la fuente de que la que ha sido obtenida la información acerca de cada variable.

La metodología de investigación y el programa de *software* estadístico utilizados han sido una regresión con datos de panel y *Stata 12*. Tradicionalmente, para analizar relaciones causales se ha utilizado la regresión de Mínimos Cuadrados Ordinarios (MCO). Sin embargo, esta metodología produce estimaciones sesgadas si existe un efecto latente no observable derivado de una posible heterogeneidad en la muestra. Mediante la regresión con datos de panel se puede controlar este efecto y obtener mejores estimaciones. Así mismo, esta última metodología, a través del estudio del efecto temporal, también hace más rica la estructura de los datos y aporta información que no se presenta en un único año o corte.

4.2. Análisis de la variable explicada y su estructura: La Retribución Total del CEO

La estructura retributiva hace referencia a los diversos componentes en que puede ser dividida la retribución total. La fuente utilizada, concretamente el IARC, permite obtener información sobre esta estructura y, con base en la misma, conocer la compensación total de cada CEO²⁹. En este sentido se diferencia entre los siguientes componentes:

²⁹ Se incluye la retribución obtenida tanto en la propia empresa como en otras sociedades del grupo.

- Salario: Bajo la denominación de salario³⁰, se incluye el sueldo, la retribución fija por su condición de pertenencia al CA, la dieta por asistencia al CA y a sus comisiones delegadas y la remuneración por pertenencia a comisiones delegadas o consultivas diferentes a las dietas o con independencia de su asistencia efectiva. También incluye el importe total de restantes retribuciones devengadas en el ejercicio, incluyendo la retribución en especie, primas de seguros de vida y el importe total de otras retribuciones devengadas que no puedan ser incluidas en otros conceptos retributivos.

- *Bonus*: Este concepto engloba la retribución variable a corto plazo ligada al desempeño u objetivos tanto cuantitativos como cualitativos, individuales o de grupo, por un periodo de devengo de un año o menos. También incluye la retribución variable a largo plazo o con periodo de vencimiento superior al año.

- Acciones, opciones y sistemas de ahorro (ACOP): bajo este epígrafe se engloban el importe de las acciones entregadas durante el ejercicio, el beneficio bruto de las opciones ejecutadas y las aportaciones del ejercicio a los sistemas de ahorro a largo plazo, incluyendo los planes de pensiones y los seguros de previsión. Se trata de un componente de la estructura retributiva que presenta una gran variabilidad interanual, ya que lo normal es que no se entreguen acciones ni se ejecuten opciones todos los años.

La suma de estos componentes de la estructura de la retribución de los CEOs da lugar a la variable explicada o dependiente denominada Retribución Total del CEO (RT).

Como se puede observar en la Tabla N° 1, la Retribución Total Media de los CEOs de la base de datos se situaba en 2016 en 2.270.000,00 euros, aunque con un elevado coeficiente de variación. Por su parte, la mediana, que puede ser en este caso una medida de tendencia central más ilustrativa que la media, ascendía a 1.187.500,00 euros. Llama también la atención el considerable incremento que se produce en 2014 tanto de la media (26,08%) como de la mediana (33,95%) de la Retribución Total de los CEOs, probablemente como consecuencia de la finalización de la profunda crisis que afecta a la economía española entre el cuarto trimestre de 2007 y el cuarto de 2013.

Tabla N° 1

RETRIBUCIÓN TOTAL DE LOS CEOs				
Años	2013	2014	2015	2016
Media	1.551.739,56€	1.941.343,75€	2.101.687,50€	2.270.000,00€
Desviación Típica	1.817.765,67€	2.291.903,47€	2.572.591,63€	2.932.553,25€
Coefficiente de Variación	117,14%	118,05%	122,40%	129,19%
Mediana	802.500,00€	1.075.000,00€	1.185.000,00€	1.187.500,00€
Número de CEOs	64	64	64	64

³⁰ Es obvio que no se está haciendo referencia al concepto legal de salario.

Por su parte, en la Tabla Nº 2 se presenta información relativa a cada uno de los años considerados de cada uno de los tres componentes de la Retribución Total. Como se puede observar, el componente retributivo denominado ACOP con el paso de los años gana peso en la Retribución Total, en detrimento del Salario y los *Bonus*. No obstante, el coeficiente de variación de este componente resulta, como era de esperar, especialmente elevado.

Tabla Nº 2.

CEOs 2013				
Estructura Retributiva 2013	Media	Porcentaje sobre la Retribución Total	Desviación Típica	Coficiente de variación
SALARIO	784.586,30€	50,56%	671.285,11€	85,56%
<i>BONUS</i>	544.355,88€	35,08%	804.364,58€	147,76%
ACOP	222.797,39€	14,36%	527.177,03€	236,62%
RETRIBUCIÓN TOTAL	1.551.739,56€	100,00%	1.817.765,67€	117,14%
CEOs 2014				
Estructura Retributiva 2014	Media	Porcentaje sobre la Retribución Total	Desviación Típica	Coficiente de variación
SALARIO	823.140,63€	42,40%	701.946,97€	85,28%
<i>BONUS</i>	661.609,38€	34,08%	890.340,23€	134,57%
ACOP	456.593,75€	23,52%	1.034.386,45€	226,54%
RETRIBUCIÓN TOTAL	1.941.343,75€	100,00%	2.291.903,47€	118,06%
CEOs 2015				
Estructura Retributiva 2015	Media	Porcentaje sobre la Retribución Total	Desviación Típica	Coficiente de variación
SALARIO	899.468,75€	42,80%	728.348,14€	80,98%
<i>BONUS</i>	732.312,50€	34,84%	1.275.006,35€	174,11%
ACOP	469.906,25	22,36%	1.202.011,43€	255,80%
RETRIBUCIÓN TOTAL	2.101.687,50€	100,00%	2.572.591,64€	122,41%
CEOs 2016				
Estructura Retributiva 2016	Media	Porcentaje sobre la Retribución Total	Desviación Típica	Coficiente de variación
SALARIO	911.218,75€	40,14%	739.032,50€	81,10%
<i>BONUS</i>	620.671,88€	27,34%	840.109,52€	135,35%
ACOP	738.109,38€	32,52%	1.846.942,53€	250,23%
RETRIBUCIÓN TOTAL	2.270.000,00€	100,00%	2.932.553,26€	129,19%

En la Tabla N° 3 se compara la media y la mediana de la Retribución Total de los CEOs de la base de datos en 2014 con la media y la mediana de la Retribución Total de un empleado que haya trabajado en España a tiempo completo y durante todo el año 2014³¹.

Tabla N° 3

2014		
Encuesta de Estructura Salarial		
	Retribución Anual de un empleado trabajando a tiempo completo y durante todo el año	Número de veces la Retribución Anual Media de un empleado en España
Media	29.964,74€	1,00
Desviación típica	23.357,78€	
Mediana	24.394,39€	1,00
Empresas integradas en el SIBE que cotizan en algunas de las cuatro bolsas españolas y que han mantenido el mismo CEO durante los años 2013, 2014, 2015 y 2016.		
Retribución Anual del CEO		
Media	1.941.343,75€	64,79
Desviación típica	2.291.903,47€	
Mediana	1.075.000,00€	44,07

Como se puede observar en la referida Tabla, la media de la compensación del CEO es 64,79 veces la retribución media de los 172.517 empleados que trabajando a tiempo completo formaban parte de la muestra de la Encuesta de Estructura Salarial³². Cifra que pasa a 44,07 en el caso de la mediana. Cantidades que ilustran el número de años que tendría que trabajar un empleado para obtener la misma cantidad de compensación que recibe un CEO en un solo año.

En otro orden de cosas, debido a los problemas de asimetría y curtosis de la variable (RT) se ha introducido en el modelo recurriendo al logaritmo neperiano (LNRT). Esta transformación de la forma funcional de la variable elimina los problemas de asimetría y atenúa los de curtosis como se puede observar en la Tabla N° 4.

³¹ Este cálculo se ha realizado utilizando los datos individualizados de la “Encuesta de Estructura Salarial”, de frecuencia cuatrienal, del Instituto Nacional de Estadística. Instituto Nacional de Estadística, “Encuesta de Estructura Salarial”, Encuesta Cuatrienal de 2014. Obtenido en Datos Individualizados, publicada en octubre de 2016, www.ine.es.

³² Peter Drucker sugirió hace años que esta cifra no debería ser superior a 20 (citado por Néron, P-Y, 2015, p: 173).

Tabla Nº 4

Asimetría/Curtosis. Test de Normalidad					
Variable	Observaciones	Coefficiente de Asimetría	p-valor asociado al test de asimetría	Coefficiente de curtosis	p-valor asociado al test de curtosis
RT	256	2,35	0,0000	9,08	0,0000
LNRT	256	0,11	0,4391	2,32	0,0015

4.3. Variables explicativas e hipótesis

Las variables independientes³³ que se han introducido en el modelo como explicación del LNRT se pueden dividir en dos grandes grupos: variables relativas al poder del CEO y variables de control:

4.3.1. Variables relativas al poder del CEO

En el contexto de las investigaciones sobre la compensación de los CEOs se ha tratado de inferir el poder del mismo a través de variables *proxys* muy diversas relacionadas con el propio CEO, con el CA o con la empresa en la que ostenta el cargo: edad, nacionalidad, nivel de instrucción, antigüedad del CEO en el CA de la empresa, antigüedad del CEO en el cargo, su carisma, número de consejeros del CA, presencia de CEs en el CC, concentración de acciones en pocos propietarios, porcentaje de propiedad por parte de inversores institucionales, los derechos políticos del CEO, simultanear el cargo de CEO con otros cargos no ejecutivos en la misma u otras empresas, proporción de consejeros nombrados antes del nombramiento del CEO, diversos indicadores económico-financieros de la empresa, el porcentaje de CE en el CA, “porción de paga del CEO”³⁴ (Véase a este respecto, entre otros, a: Kalyta, P., 2009, p: 418; Van der Laan, G., 2010, pp: 163, 168 y 170; Choe, Ch., Tian, G., Y., Yin., 2014, p: 238; Bebchuk, L., A., Cremers, Martijn K. J. & Peyer, Urs C., 2011, p: 199; Cordeiro, J., J., Veliyath, R., 2003, p: 62; Shin, T., 2016, p:431; Hill, Ch., W., L., Phan, P., 1991, p: 708; Lin, D., Kuo, H-Ch., Wang, L-H., 2013, p: 39; Conyon, M., J., He, L., 2004, p: 40; Essen, M., V., Otten, J., Carberry, E., J., 2015, pp: 168-172). Además, lo que para algunos autores son *proxys* genuinos del poder del CEO para otros se trata de meras variables de control.

³³ Todas las variables del modelo son continuas.

³⁴ Porcentaje que la retribución del CEO representa sobre la compensación total de los cinco ejecutivos de mayor nivel de la empresa. Se trata de un indicador del poder de negociación del CEO que, por razones obvias, plantea problemas cuando lo que se pretende es explicar la compensación total, ya que la variable explicada pasa a formar parte de variable explicativa.

En este trabajo sobre la compensación de los CEOs en España, se utiliza una concepción multidimensional del poder basada en *proxys* objetivas, obtenidas de la información de carácter público y oficial anteriormente mencionadas. Estos *proxys* son los siguientes:

-La antigüedad del CEO en el CA de la empresa

Se ha utilizado información sobre la antigüedad (*antg*) en días del CEO desde su primer nombramiento como consejero de la empresa. Se trata de lo que G. Van del Laan denomina “poder estructural” del CEO (Van del Laan, G., 2010, p: 163)³⁵. La hipótesis establecida, de acuerdo con este autor, es que los CEOs que han ocupado durante un mayor tiempo el cargo de consejero de la empresa han tenido mayores oportunidades de desarrollar relaciones interpersonales intensas con el resto de los consejeros, lo que constituye una importante base de poder en el seno del CA, que puede ser utilizada para obtener una mayor compensación. El IAGC permite obtener información sobre esta variable.

-Los derechos políticos del CEO

Los derechos políticos de CEO o porcentaje de acciones de la empresa en posesión del CEO (*dpcej*) puede ser considerado un factor determinante del poder del CEO. Se trata de lo que G. Van del Laan denomina “poder de propiedad” del CEO (Van del Laan, G., 2010, p: 163). Desde esta óptica se considera que mientras mayor sea este porcentaje mayor será su poder en el CA y mayor será su retribución (Fulmer, I., S., 2009, p: 664). El IAGC proporciona información sobre esta variable.

- El porcentaje de CEs en el CA

Al igual que en el caso anterior, el porcentaje que representan los CEs sobre el total de consejeros del CA (*pceca*), puede ser interpretado como un indicador de poder del CEO (Choe, Ch., Tian, G., Y., Yin, X., 2014, p: 238 y 240). La razón fundamental es que los CEs se encuentran o se encontrarán bajo la dependencia jerárquica del CEO, lo que merma la independencia del CA (Morse, A., Nanda, V., Seru, A., 2011; Choe, Ch., Tian, G., Yin, X., 2014, p: 240; Kalyta, P., 2009, p: 412; Cordeiro, J., J., Veliyath, R., 2003, p: 57)³⁶. Con frecuencia las prácticas de buen gobierno recomiendan el nombramiento de consejeros no ejecutivos, especialmente en los comités de auditoría y de compensación. En este caso la hipótesis establecida es que mientras mayor sea el porcentaje de CEs en el CA mayor será la retribución del CEO. La EGC proporciona información sobre esta variable.

³⁵ Los CEOs ganan poder con el tiempo a medida que obtienen control sobre las votaciones, consolidan un aura patriarcal o cooptan a componentes del CA (Fredrickson, J., W., Hambrick, D., C., Baumrin, S., 1988, p: 258).

³⁶ En algunos casos se utiliza como proxy de poder la proporción de consejeros externos a la empresa en el CA y se establece la hipótesis de que mientras mayor sea este porcentaje menor será el poder del CEO en el CA y menor será su compensación.

4.3.2. Variables de control

Junto a las variables relativas al poder del CEO se han contemplado en el modelo un conjunto de variables de control. La introducción de estas últimas resulta necesaria ya que cuando se omiten variables relevantes las estimaciones de la regresión resultan sesgadas, siendo realmente difícil estimar cuáles hubieran sido los efectos de las variables contempladas si el modelo hubiera tenido una especificación más adecuada o más completa (Fulmer, I., S., 2009, p: 661). Las variables de control introducidas son el grado de internacionalización y la dimensión de la organización, junto con un grupo de indicadores acerca de la situación económico-financiera de la empresa (Cordeiro, J., J., Veliyath, R., 2003, p: 59). Mientras que las dos primeras variables encuentran parte de su justificación teórica en las fuerzas que operan en el mercado de trabajo de los CEOs, las últimas la encuentran, fundamentalmente, en las imperfecciones de este mercado y en la Teoría de la Agencia.

Como afirman H. L. Tosi y colaboradores, la dimensión y los resultados de la empresa son los dos determinantes de la retribución del CEO que han recibido más atención empírica y conceptual, con estudios que se remontan a la década de los años 20 del pasado siglo (Tosi, H., L., Wesner, S., Katz, J., P., Gómez-Mejía, L. R., 2000, p: 302). Los indicadores que se han utilizado para ilustrar los resultados de la empresa han sido muy numerosos (Tosi, H., L., Wesner, S., Katz, J., P., Gómez-Mejía, L. R., 2000, p: 307) y objeto de críticas frecuentes (Kaplan, S., N., 2008, p: 30). Además, las conclusiones de las investigaciones empíricas acerca de la relación entre estos resultados y la retribución del CEO son contradictorias. Así, mientras que unos autores concluyen que son un importante determinante de la compensación de los CEOs, otros consideran que las evidencias empíricas fracasan en dar soporte a esta relación (Tosi, H., L., Wesner, S., Katz, J., P., Gómez-Mejía, L. R., 2000, pp: 305 y 306; Jiraporn, P., Kim, Y., S., Davidson III, W., N., 2005, p: 257).

Las variables de control utilizadas han sido las siguientes:

- *Internacionalización de la empresa*

El grado de internacionalización (inte) de la empresa ha sido calculado como el porcentaje que las ventas fuera de España suponen con respecto a la cifra total de la facturación de la empresa (Sanders, WM., G., Carpenter, M., A., 1998, p: 166 y 169). La hipótesis establecida en este caso es que la retribución del CEO será mayor en la medida que la empresa se encuentre más internacionalizada dada la mayor complejidad que supone la gestión de una empresa que opera en un marco global. Se trata de una hipótesis consistente con la idea de que la retribución del CEO se encuentra determinada por las fuerzas de la oferta y la demanda que operan en el mercado de trabajo y con el argumento de la escasez de CEOs con el capital humano necesario para operar en un ámbito internacional. El INF permite recabar información sobre esta variable.

- La dimensión de la empresa

La dimensión o tamaño (ntot) de la empresa medida a través del número de trabajadores de la plantilla ha sido tradicionalmente considerado como un importante determinante de la retribución del CEO. La hipótesis que se establece en este caso es que a mayor tamaño de la empresa mayor retribución del CEO. El fundamento teórico de esta hipótesis es triple:

- De una parte, se encuentra, al igual que en el caso anterior, en el funcionamiento del mercado de trabajo. Se supone que organizaciones de mayor dimensión y, por ello, complejidad, necesitan CEOs con un capital humano y unas competencias más exigentes y escasas que darán lugar a una mayor retribución (Kostiuk, P., F., 1990, p: 91).

- De otra parte, las empresas de mayor dimensión pagan más a sus CEOs debido al mayor número de niveles ejecutivos y a la necesidad de mantener diferencias retributivas de cierta entidad entre estos niveles (Gómez-Mejía, L. R., Tosi, H., Hinkin, T., 1987, p:51).

- Finalmente, las empresas de mayor dimensión es probable que tengan un mayor poder sobre los mercados e incluso sobre los poderes públicos, lo que puede ser utilizado para conceder compensaciones más elevadas a sus CEOs. Además, “la elevada paga del CEO en las grandes empresas tiene un significado simbólico y refuerza el estatus de la organización” (Peetz, D., 2015, p: 712).

En el meta-análisis realizado por Tosi y colaboradores se llega a la conclusión de que el tamaño de la organización es mejor predictor de la paga del CEO que los resultados de la empresa, en las organizaciones controladas por una dirección profesional diferente de la propiedad (Tosi, H., L., Wesner, S., Katz, J., P., Gómez-Mejía, L. R., 2000, p: 330). Se trata de lo que M. Gigliotti denomina el “premio de dimensión” (Gigliotti, M., 2013, p: 889 y 901). El INF permite obtener información sobre esta variable.

-La revalorización de la acción

La revalorización de la acción (revl) hace referencia al incremento o disminución del valor de la acción de la empresa en el mercado desde el 31 de diciembre de un año a la misma fecha del año siguiente. La hipótesis que se establece con respecto a esta variable es que la retribución del CEO aumentará con la revalorización de la acción en el mercado de valores (Jiraporn, P., Kim, Y., S., Davidson III, W., N., 2005, p: 257). El IAMC proporciona información sobre esta variable.

-El dividendo como porcentaje de la capitalización de la empresa

El dividendo otorgado a los accionistas expresado como porcentaje de la capitalización de la empresa (divca) constituye una ratio frecuentemente utilizado de rentabilidad. La hipótesis establecida en este sentido es que mientras más elevado sea mayor será la retribución del CEO. No obstante, se trata de un indicador no exento de problemas ya que muchas empresas, aun teniendo malos resultados, dan dividendos con cargo a reservas por razones políticas o de imagen. El INF en combinación con el IAMC proporciona información sobre esta variable.

-Los fondos propios como porcentaje de los activos de la empresa

Los fondos propios expresados como porcentaje del conjunto de los activos de la empresa (rafon), constituyen otro indicador acerca de la situación económico-financiera de la entidad. La hipótesis a este respecto es que mientras mayor sea este porcentaje mayor será la retribución del CEO. El INF permite obtener información sobre esta variable.

-Los resultados consolidados como porcentaje de la facturación total

Una cuarta y última variable relacionada con la situación económico-financiera de la empresa, es el porcentaje que los resultados consolidados suponen sobre la cifra de negocios (margen). La hipótesis en este sentido es que mientras mayor sea este porcentaje mayor será la retribución del CEO. El INF proporciona información sobre esta variable.

4.4. Análisis descriptivo de las variables

En la Tabla Nº 5 se presenta información descriptiva de las variables utilizadas en línea con las hipótesis establecidas y agregando todos los años contemplados en la investigación. También se muestra el factor de inflación de la varianza (FIV).

Tabla Nº 5

Variables	Observaciones	Media	Desviación Típica	Mínimo	Máximo.	FIV
RT	256	1.966.193,00	2.438.219,00	114.000,00	15.266.000,00	
LNRT	256	13,88	1,12	11,64	16,54	
antg	256	5.139,59	3.468,48	217,00	17.351,00	1,26
dpcej	256	6,17	14,56	0,00	70,27	1,76
pceca	256	19,23	9,63	0,00	50,00	1,92
inte	256	47,45	34,07	0,00	98,05	1,34
ntot	256	21.176,98	43.606,44	5,00	217.908,00	1,24
revl	256	42,32	272,91	-96,84	3.760,00	1,01
divca	256	1,85	2,37	0,00	20,70	1,08
rafon	256	25,71	46,39	-279,29	95,28	1,46
margen	256	65,23	494,92	-1.386,36	4.724,01	1,22

Como se puede observar en la referida Tabla no se presentan problemas de colinealidad, ya que para todas las variables el FIV se mantiene muy por debajo (de 1,01 a 1,92) del nivel de corte de 10 establecido para los modelos de regresión múltiple (Hair, Jr., J., F., Anderson, R., E., Black, B., Babin, B., J., Black, W., C., 2010, p: 204).

Tabla N° 6

Correlaciones	LNRT	antg	dpcej	pceca	Inte	ntot	revl	divca	rafon	margen
LNRT	1									
antg	0,03	1								
dpcej	-0,14*	0,31*	1							
pceca	-0,16*	0,31*	0,48*	1						
inte	0,38*	0,09	-0,01	-0,26*	1					
ntot	0,55*	0,14*	-0,09	0,00	0,36*	1				
revl	-0,02	0,02	0,04	0,03	-0,06	-0,05	1			
divca	0,14*	0,02	-0,20*	-0,20*	0,08	0,01	-0,09	1		
rafon	-0,02	-0,05	-0,45*	-0,45*	0,17*	-0,02	-0,01	0,15*	1	
margen	-0,10	-0,10	-0,17*	0,22*	-0,17*	-0,06	-0,01	-0,04	0,05	1

* Significativo al 5%

Como muestra la Tabla N° 6, por lo que respecta a la variable dependiente LNRT cabe destacar los elevados coeficientes de correlación que existen con las variables explicativas grado de internacionalización (inte: 0,38) y tamaño de la empresa (ntot: 0,55), ambos significativos. En lo relativo a las correlaciones significativas entre las variables independientes, las más elevadas son las siguientes:

- De una parte, entre el porcentaje de acciones en poder del CEO (dpcej) y el porcentaje de consejeros ejecutivos en el CA (pceca), un 0,48.

- De otra parte, también se observa una elevada correlación negativa entre los dos indicadores de poder anteriores (dpcej y pceca) y el porcentaje que representan los fondos propios de la entidad con respecto a los activos (rafon), -0,45 en ambos casos.

- Finalmente, cabe también destacar la correlación existente entre el grado de internacionalización de la empresa (inte) y la dimensión (ntot), un 0,36.

4.5. Modelo objeto de estudio

Para la estimación de las relaciones entre LNRT y las nueve variables anteriormente descritas se ha recurrido a un modelo en el que las variables que hacen referencia a los resultados o indicadores económico-financieros de la empresa se han introducido con un retardo de un año³⁷. El motivo de este retardo radica en que, en la mayor parte de los casos, la compensación del CEO se encuentra influida por los resultados del año anterior más que por los resultados del mismo año en el que percibe esta compensación (Lin, D., Kuo, H-Ch., Wang, L-H., 2013, p: 32). Así, la especificación del modelo es la siguiente:

$$LNRT_{it} = \beta + \alpha_0 antg_{it} + \alpha_1 dpcej_{it} + \alpha_2 pceca_{it} + \alpha_3 inte_{it} + \alpha_4 ntot_{it} + \alpha_5 revl_{it-1} + \alpha_6 divca_{it-1} + \alpha_7 rafon_{it-1} + \alpha_8 margen_{it-1} + control(año) + \epsilon_{it}$$

³⁷ Debido a los retardos el número de observaciones pasa de 256 a 192.

Donde los índices i y t representan los CEOs y los años, respectivamente y ε_{it} es el término error.

Inicialmente, se ha recurrido al test de Breusch-Pagan Multiplicador de Lagrange para corroborar que existe un efecto latente individual y que, por ello, no cabe utilizar una regresión de MCO. ($Chi^2: 141,19; \rho - \text{valor: } 0,0000$) Para asegurar la robustez de los resultados se han aplicado diversos test con vistas a la identificación del mejor modelo estadístico. Concretamente, se ha recurrido al test de Wooldridge para la auto-correlación en datos de panel, al de Wald para la heterocedasticidad grupal y al de Breusch-Pagan para la correlación contemporánea a través de paneles (Test de Pesaran). Después de la aplicación de estos test se han encontrado problemas únicamente de heterocedasticidad, los cuales han sido solucionados a través de la Regresión Lineal de Paneles Heteroscedásticos Corregidos de Errores Estándar (Véase Tabla N° 7).

Tabla N° 7.

Resultado de las estimaciones del Análisis de Regresión Lineal de Paneles Heteroscedásticos Corregidos de Errores Estándar. Retardo de un año de las variables relativas a los resultados o indicadores económico-financieros .		
Número de observaciones: 192.		
VARIABLES	LNRT	
antg	-0,0000240 (0,0000207)	
dpcej	-0,0054710 (0,0049947)	
pceca	-0,0077923 (0,0094197)	
inte	0,0072219*** (0,0020278)	
ntot	0,0000121*** (1,57 e ⁻⁰⁶)	
revl	0,0010296*** (0,0001867)	
divca	0,0376968 (0,0204719)	
rafon	-0,0028464 (0,0015234)	
margen	-0,0001668 (0,0001025)	
control (años)	2014	-----
	2015	0,1240033 (0,1535825)
	2016	0,1250466 (0,1568769)
constante	13,5537*** (0,2456968)	

R ²	0,4070
Test Wald Chi ²	183,33***
Test de Wooldridge	0,049
Test Modificado de Wald	3,9 e ⁰⁸ ***
Test Pesaran	1,383
Los errores estándar corregidos de heterocedasticidad se muestran entre paréntesis. * ρ -valor <0,05; ** ρ -valor <0,01; *** ρ -valor <0,001.	

4. 6. Resultados

Como se puede observar en la Tabla N° 7, el modelo presenta una bondad de ajuste del 40,70% ($R^2 = 0,4070$).

A la vista de la referida Tabla, no se han confirmado las hipótesis relativas a la influencia del poder del CEO sobre su compensación. Concretamente, ni la antigüedad del CEO en el CA (antg) ($\alpha_0 = -0,0000240$; ρ -valor = 0,246), ni los derechos políticos del CEO (dpcej) ($\alpha_1 = -0,0054710$; ρ -valor = 0,273), ni el porcentaje de CEs en el CA (pceca) ($\alpha_2 = -0,0077923$; ρ -valor = 0,408) inciden de forma significativa sobre la retribución del CEO.

Por su parte, sí han resultado significativos los coeficientes de las variables grado de internacionalización (inte) ($\alpha_3 = 0,0072219$; ρ -valor = 0,000) y dimensión de la empresa (ntot) ($\alpha_4 = 0,0000121$; ρ -valor = 0,000), lo que ilustra que las empresas que operan en un ámbito internacional o tienen una mayor dimensión otorgan a sus CEOs, *ceteris paribus*, compensaciones más elevadas.

Con respecto a las variables relativas a los resultados o indicadores económico- financieros de la empresa, el único coeficiente que resulta significativo es el de la revalorización de la acción de la empresa en el mercado de valores (revl) ($\alpha_5 = 0,0010296$; ρ -valor = 0,000).

Finalmente, las variable *dummys* relativa a los años se incluyen para controlar las diferencias no observadas entre los diferentes periodos (Lin, D., Kuo, H-Ch., Wang, L-H., 2013, p: 32). Los coeficientes de estas variables³⁸ no son significativos³⁹.

4.7. Conclusiones

Los resultados obtenidos permiten poner de manifiesto las siguientes conclusiones:

- En primer lugar, que las hipótesis relativas al poder del CEO no se han visto confirmadas. Ni la antigüedad del CEO en el CA (antg), ni el porcentaje

³⁸ Como existe un retardo en el modelo se presenta el resultado de dos *dummys* relativas a los años, en vez de tres.

³⁹ Se ha realizado un test global para analizar el efecto temporal, siendo la Hipótesis Nula (H_0) que los coeficientes de las variables relativas a los años son iguales a cero. El resultado del contraste muestra que no existe el efecto temporal ($Chi^2=0,86$; ρ -valor = 0,6495).

de acciones de la empresa propiedad del CEO (dpcej), ni el porcentaje que representan los consejeros ejecutivos en el CA (pceca) dan lugar a coeficientes estadísticamente significativos. A la luz de los resultados obtenidos la aportación de L. A. Bebchuk y colaboradores sobre la aproximación del poder del CEO, no se ve respaldada en lo que se refiere a la cuantía de su compensación en España, con la base de datos utilizada⁴⁰.

- En segundo lugar, las dos hipótesis que tienen una mayor conexión con la teoría que justifica las elevadas retribuciones de los CEOs con base en las fuerzas que operan en el mercado de trabajo han sido confirmadas:

- De una parte, la hipótesis de que a mayor grado de internacionalización de la empresa mayor retribución del CEO, fundada en la idea de que operar en un marco global requiere de un capital humano y unas competencias más exigentes y escasas por parte del CEO, lo que debe ser correspondido con una mayor retribución.

- De otra parte, la hipótesis de que a mayor dimensión de la empresa mayor retribución del CEO. Se trata, al igual que en el caso anterior, de una hipótesis congruente con la teoría que relaciona las elevadas retribuciones de los CEOs con las mayores exigencias en cuanto a capital humano y competencias que comporta la gestión de organizaciones de mayor dimensión y complejidad. No obstante, también puede ser consecuencia del mayor número de estratos directivos y del mayor poder de las grandes organizaciones sobre la sociedad, los mercados y los poderes públicos. En cualquier caso, se trata de una confirmación coincidente con las conclusiones de la mayor parte de las investigaciones empíricas realizadas sobre la compensación de los CEOs.

- Por último, con respecto a los diversos indicadores sobre los resultados o la situación económico-financiera de la empresa es importante destacar que el coeficiente de la variable revalorización de la acción (revl), con un retardo, es positivo y significativo al 0,1 por ciento, lo que resulta congruente con las explicaciones de la compensación con base, sobre todo, en las imperfecciones del mercado de trabajo del CEO y la Teoría de la Agencia. Estas aproximaciones consideran que el CA atenúa los problemas de información asimétrica e incompleta y de preeminencia de los intereses del CEO sobre los intereses de los accionistas, vinculando su retribución a la evolución de la acción de la empresa en el mercado de valores.

⁴⁰ En el Meta-Análisis realizado por M. van Essen y colaboradores, con base en 219 estudios referidos a Estados Unidos, se obtiene en general respaldo a la aproximación del poder directivo como determinante de la compensación total del CEO. No obstante, este respaldo no se logra a través de los *proxys* de poder más parecidos a los utilizados en este trabajo (Essen, M., V., Otten, J., Carberry, E., J., 2015, p: 183).

5. LIMITACIONES Y FUTURAS INVESTIGACIONES

La investigación desarrollada presenta una serie de limitaciones e invita a futuras líneas de investigación relacionadas con la superación de las mismas. Entre las limitaciones cabe destacar las siguientes:

- En primer lugar, en lo relativo a la información utilizada hubiera sido conveniente que el número de CEOs que permanecen en sus cargos durante los años que transcurren entre 2013 y 2016 hubiera sido superior a 64. Un mayor número de CEOs hubiera permitido, además, contemplar la variable relativa al sector de actividad de la empresa, de especial impacto en lo referente a los indicadores económico-financieros. Por otra parte, el hecho de que se trate solamente de CEOs de empresas cotizadas limita la generalización de las conclusiones. También hubiera sido deseable acumular información relativa a un mayor número de años⁴¹.

- En segundo lugar, las fuentes utilizadas proporcionan información sobre las acciones entregadas y las opciones materializadas, pero no sobre las opciones entregadas y no ejecutadas, lo cual supone una limitación informativa con respecto a la compensación y a los incentivos que reciben los CEOs⁴². No obstante, hay que tener presente las dificultades que comporta tanto la obtención de este tipo de información como la valoración económica de las opciones antes de su materialización.

- En tercer lugar, siempre surgen dudas acerca de la exclusión del modelo de posibles variables relevantes sobre las que no ha resultado posible obtener información. Entre estas variables cabe mencionar:

- Las relativas a las características personales del CEO (personalidad, valores, motivación, auto-confianza, grado de aversión al riesgo, miopía normativa, proyección pública, etc. (Wowak, A., J., Hambrick, D., C., 2010, p: 806; Swanson, D., L., Orlitzky, M., 2006, pp: 13-31).

- Las relacionadas con el sector de actividad de la empresa, tal como la ratio de reclutamiento externo *versus* promoción interna de la industria o sector al que pertenece la empresa (Fulmer, I., S., 2009, p: 667).

- Las que hacen referencia a la estrategia de la empresa tales como su grado de crecimiento, diversificación y riesgo, sistemático y no sistemático, al que se encuentra expuesta la entidad (Cordeiro, J., J., Veliyath, R., 2003, p: 58).

- Finalmente, en lo referente a las hipótesis relativas al poder del CEO, aunque las variables *proxys* a las que se ha recurrido formen parte plenamente de las

⁴¹ No obstante, aumentar el número de años plantea el problema de que disminuye el número de CEOs que permanecen en sus cargos durante el periodo considerado.

⁴² “Las relaciones entre la retribución del directivo y resultados van a depender de que las acciones y las opciones estén incluidas en la paga o no lo estén” (Fulmer, I., S., 2009, p: 661).

tradiciones investigadoras en esta materia, no dejan de presentar ciertos interrogantes o dudas:

- De una parte, la hipótesis relativa a que a mayor antigüedad del CEO como consejero de la empresa mayor retribución, se enfrenta al problema de que los CEOs contratados en el exterior y con poca antigüedad, consigan retribuciones más elevadas que los que han sido promocionados internamente. En este sentido, P. Kalyta considera que, debido a la aversión al riesgo, un CEO contratado en el mercado de trabajo externo debería ser más caro que otro promocionado desde el interior de la empresa (Kalyta, P, 2009, p: 414).

- De otra parte, la hipótesis de que a mayor porcentaje de acciones de la empresa en manos del CEO mayor retribución, se enfrenta al problema de que una retribución excesiva o con un diseño deficiente le beneficie como CEO pero le perjudique como propietario (Kalyta, P, 2009, p: 414). Este argumento ha servido incluso para que algunos autores establezcan una hipótesis contraria a la establecida en este trabajo: a más porcentaje de acciones en manos del CEO menos compensación, ya que la propiedad es incentivo suficiente, sin necesidad de más, para motivar la labor del CEO (Cordeiro, J., J., Veliyath, R., 2003, p: 58). No obstante, a no ser que el CEO posea un porcentaje muy elevado de acciones de la empresa, parece lógico suponer que prevalezca su uso del poder, con base en la propiedad de las acciones, para elevar la compensación. En relación con este punto hay que ser también conscientes de que, a veces, importantes paquetes de acciones de la empresa no se encuentran directamente registrados a nombre del CEO sino de familiares del mismo o de empresas interpuestas en las que el CEO participa en su propiedad, lo cual hace que sea difícil conocer realmente el porcentaje de acciones de la empresa que el CEO controla de *facto*.

- Finalmente, la hipótesis de que a mayor porcentaje de CE en el CA mayor retribución del CEO, se enfrenta al problema de que muchos CEs lo son con base en el porcentaje de acciones de la empresa que poseen. De esta forma es su condición de propietarios lo que explica que sean altos cargos de la empresa. Se trata de consejeros dominicales bajo disfraz de CEs, lo que disminuye el poder jerárquico del CEO sobre los mismos. También hay que mencionar que, en muchos casos, puede resultar más útil recabar información sobre la composición del CC que del CA, dado su mayor protagonismo en la fijación de la cuantía y la estructura de la compensación del CEO (Conyon, M., J., He, L., 2004, p: 40).

En lo relativo a futuras investigaciones cabe realizar las siguientes observaciones:

- De una parte, sería conveniente recurrir a otros *proxys* además de los utilizados relativos al poder del CEO, tales como antigüedad en el puesto,

experiencia profesional, forma de acceso al cargo (reclutamiento externo o promoción interna), porcentaje de consejeros ejecutivos que forman parte del CC, características personales del CEO, dificultades de reclutamiento, existencia de inversores institucionales, etc. No obstante, la mayor parte de esta información, al menos actualmente, no resulta posible de obtener a través de la documentación de carácter público y oficial que exige la actual regulación en materia de transparencia y gobierno corporativo, lo que obligaría en la mayor parte de los casos a acceder al CEO y quedar supeditado a su voluntad de proporcionar la información⁴³.

- De otra parte, resultaría también de gran interés profundizar en la compensación del CEO y en su estructura, tratando de detectar los casos de “camuflaje” orientados, sobre todo, a aparentar una menor cuantía. Cabe la posibilidad de que al menos una parte de la compensación camuflada no quede reflejada en la documentación oficial existente.

- Por último, sería conveniente complementar el enfoque desarrollado con otro en el que se recabara información sobre el poder de la empresa. Constituye una hipótesis plausible, sobre la que empíricamente no se ha investigado, considerar que la mayor compensación de los CEOs de las grandes organizaciones no sea únicamente una cuestión de la mayor escasez del capital humano necesario para la gestión de organizaciones más complejas, ni una consecuencia del poder del CEO sobre el CA, sino que sea un reflejo del mayor poder de la empresa sobre los mercados, la sociedad y los propios poderes públicos (Peetz, D., 2015, p: 712). Modificando el *dictum* de J. K. Galbraith y adoptando un enfoque más próximo a la Teoría de la Entidad Real⁴⁴ que a la Teoría del Agregado⁴⁵, se podría afirmar, si este enfoque fuera acertado, que: “El salario de los CEOs de las grandes corporaciones no es un premio del mercado por sus logros, sino un cálido gesto que estas poderosas organizaciones tienen con sus altos ejecutivos”.

⁴³ Las investigaciones existentes que tienen como protagonistas a los altos ejecutivos de las empresas se caracterizan en general por una tasa de respuesta muy baja, que normalmente se sitúa en torno al 20 por ciento (Shin, T., 2016, p: 444).

⁴⁴ La denominada Teoría de la Entidad Real considera que la empresa no es un mero agregado de sus componentes sino una entidad real, con estatus ontológico propio y con características o “propiedades emergentes” que no tienen sus elementos o componentes considerados de forma aislada (Gindis, D., 2009, p: 38).

⁴⁵ La Teoría del Agregado, en su versión más tradicional, sostiene que la empresa no es más que un agregado de sus componentes humanos y que, por ello, carece de características que no sean las de estos componentes.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Anderson, E., S., (1999), "What is the Point of Equality? *Ethics*, Vol. 109, Nº 2, January, pp: 287-337.
- Athavale, M., Avila, S., M., (2005), "The Level and Structure of Executive Compensation within the Insurance Industry", *Journal of Insurance Issue, Fall*, Vol. 28, Nº 2, pp: 131- 150.
- Bebchuk, L., A., Fried, J., M., Walker, D., I., (2002), "Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation", *The University of Chicago Law Review*, Vol. 69, pp: 751-846.
- Bebchuk, L., A., Fried, J., M., (2003), "Executive Compensation as an Agency Problem", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 17, Nº 3, pp: 71-92.
- Bebchuk, L., A., Fried, J., M., (2004), "Pay Without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation", Cambridge: *Harvard University Press*, pp: 304.
- Bebchuk, L., A., Cremers, Martijn K. J. & Peyer, Urs C., (2011), "The CEO pay slice", *Journal of Financial Economics*, 102, pp: 199-221.
- Bertrand, M., Mullainathan, S., (2001), "Are CEOs rewarded for luck? The ones without principals are", *Quarterly Journal of Economics*, 116, pp: 901-932.
- Boatright, J., R., "Executive Compensation: Unjust or Just Right?" Chapter 6, pp: 161-201, Brenkert, G., G., Beachamp, T., L., (2010), "*The Oxford Handbook of Business Ethics*", Oxford University Press, pp: 1-733.
- Bogle, J., C., (2008), "Reflections on CEO Compensation", *Academy of Management Perspectives*, May, pp: 21-25.
- Carpenter, M., A., Sanders, WM., G., 2002, "Top Management Team Compensation: The missing link between CEO Pay and Firm Performance?" *Strategic Management Journal*, April, 23, pp: 367-375.
- Choe, Ch., Tian, G., Yin, X., (2014), "CEO Power and the Structure of CEO pay", *International Review of Financial Analysis*, Vol. 35, pp: 237-248.
- Christensen Clayton, M. (1997), "*El Dilema de los Innovadores*", Ed. Granica.
- Christensen Clayton, M., Raynor, M., E., (2004), "*La Solución de los Innovadores*", McGraw Hill.
- Christensen, C., M., (2006), "The Ongoing Process of Building a Theory of Disruption", *The Journal of Product Innovation Management*, 23, pp: 39-55.
- Conyon, M., J., He, L. (2004), "Compensation Committees and CEO Compensation Incentives in U.S. Entrepreneurial Firms", *Journal of Management Accounting Research*, Vol. 16, pp: 35-56.
- Cordeiro, J., J., Veliyath, R., (2003) "Beyond Pay for Performance: A Panel Study of the Determinants of CEO Compensation", *American Business Review*, Jan. 21, 1, pp: 56-66.

- Core, J., E., Guay, W., R., Thomas, R., S., (2005), "Is U.S. CEO Compensation Inefficient Pay Without Performance?" *Michigan Law Review*, May, 103, 6, pp: 1142-1185.
- Dworkin, R., (1981), "What is Equality? II. Equality of Resources", *Philosophy and Public Affairs*, 10, pp: 283-345.
- Essen, M., V., Otten, J., Carberry, E., J., (2015), "Assessing Managerial Power Theory: A Meta-Analytic Approach to Understanding the Determinants of CEO Compensation", *Journal of Management*, Vol. 41, N° 1, pp: 164-202.
- Fredrickson, J., W., Hambrick, D., C., Baumrin, S., (1988), "A Model of CEO dismissal", *Academy of Management Review*, 13, pp: 255-270.
- Fulmer, I., S., (2009), "The Elephant in Room: Labor Market Influences on CEO Compensation", *Personnel Psychology*, Winter, 62, 4, pp: 659-695.
- Gabaix, X., Landier, A., (2008), "Why has CEO pay increased so much?", *Quarterly Journal of Economics*, 123, pp: 49-100.
- Geiler, P., Renneboog, L., (2011), "Managerial Compensation: Agency Solution or Problem?", *Journal of Corporate Law Studies*, April, pp: 99-138.
- Gigliotti, M., (2013), "The compensation of top managers and the performance of Italian firm", *International Journal of Human Resource Management*, pp: 889-903.
- Gindis, D., (2009), "From fictions and aggregates to real entities in the theory of the firm", *Journal of Institutional Economics*, 5, 01, April, pp: 25-46
- Gómez-Mejía, L., R., Tosi, H. L., Hinkin, T., (1987), "Managerial Control, Performance, and Executive Compensation", *Academy of Management Journal*, Vol. 30, N° 1, pp: 51-70.
- Hair, Jr., J., F., Anderson, R., E., Black, B., Babin, B., J., Black, W., C., (2010), "*Multivariate Data Analysis: A Global Perspective*", Pearson, Seventh Edition.
- Hambrick, D., C., Finkelstein, S., (1995), "The effects of ownership structure on conditions at the top: The case of CEO pays raises", *Strategic Management Journal*, 16, pp: 175-193.
- Harris, J., D., (2006), "How Much is Too Much? A Theoretical Analysis of Executive Compensation from the Standpoint of Distributive Justice", pp: 67-86, Kolb, R., W. (Ed), (2006), "*The Ethics of Executive Compensation*", Blackwell Publishing, pp: 1- 182.
- Harris, J., D., (2009), "What's Wrong with Executive Compensation?", *Journal of Business Ethics*, 85, pp:147-156.
- Hill, Ch., W., L., Phan, P., (1991), "CEO Tenure as a Determinant of CEO Pay", *Academy of Management Journal*, Vo. 34, N° 3, pp: 707-717.
- Jiraporn, P., Kim, Y., S., Davidson III, W., N., (2005), "CEO Compensation, Shareholder Rights, and Corporate Governance: An Empirical Investigation", *Journal of Economics and Finance*, Vol. 29, N° 2, Summer, pp: 242-258.

- Kalyta, P., (2009), "Compensation Transparency and Managerial Opportunism: A Study of Supplemental Retirement Plans", *Strategic Management Journal*, 30, p: 405-423.
- Kaplan, S., N., (2008), "Are U.S. CEOs Overpaid?", *Academy of Management Perspectives*, August, pp: 5-20.
- Kaplan, S., N., (2008), "Are U.S. CEOs Overpaid? A Response to Bogle and Walsh", *Academy of Management Perspectives*, August, pp: 28-34.
- Kolb, R., W. (Ed), (2006), "An Introduction", pp:1-11, "*The Ethics of Executive Compensation*", Blackwell Publishing.
- Kolb, R., (2011), "Must CEOs be Saints? Contra Moriarty on CEO Abstemiousness", *Business Ethics Quarterly*, October, pp: 679-686.
- Kostiuik, P., F., (1990), "Firm size and executive compensation", *Journal of Human Resources*, 25, 1, pp: 90-105.
- Lee, J., Lee, B-H., Waddock, S., Graves, S., B., (2006), "Does Firm Performance Reduce Managerial Opportunism?", pp: 31-54, Kolb, R., W. (Ed), (2006), "*The Ethics of Executive Compensation*", Blackwell Publishing.
- Lin, D., Kuo, H-Ch, Wang, L-H, (2013), "Chief Executive Compensation: An Empirical Study of Fact Cat CEOs", *The International Journal of Business and Finance Research*, Vol.7, N° 2, pp: 27- 42.
- Main, B., G., M., O'Reilly, C., A., Wade, J., (1995) "The CEO, the Board of Directors and Executive Compensation: Economic and Psychological Perspectives", *Industrial & Corporate Change*, 4, pp: 293-332.
- Moriarty, J, (2006), "How to (Try to) Justify CEO Pay", pp: 154-171, Kolb, R., W. (Ed), (2006), "*The Ethics of Executive Compensation*", Blackwell Publishing.
- Moriarty, J., (2009), "How Much Compensation Can CEOs Permissibly Accept?", *Business Ethics Quarterly*, 19, 2, April 2009, pp: 235-250.
- Moriarty, J., (2012), "Justice in compensation: a defense", *Business Ethics: A European Review*, Vol. 21, N° 1, January, pp: 64-76.
- Moriarty, J., (2014), "Compensation Ethics and Organizational Commitment", *Business Ethics Quarterly*, Vol, 24, N° 1, January, pp: 31-53.
- Morse, A., Nanda, V., Seru, A., (2011), "Are Incentive contracts rigged by powerful CEOs? *Journal of Finance*, 66 (5), pp: 1779-1821.
- Néron, P-Y, (2015), "Egalitarianism and Executive Compensation: A Relational Argument", *Journal Business Ethics*, 132, pp: 171-184.
- Nichols, D., Subramanian, Ch., (2001), "Executive Compensation: Excessive or Equitable?", *Journal of Business Ethics*, 29, pp: 339-351.
- O'Reilly, C., A., Main, B., G., M., (2010), "Economic and psychological perspectives on CEO compensation: A review and synthesis", *Industrial and Corporate Change*, 19, pp: 675-712.
- Peetz, D., (2015), "An institutional analysis of the growth of executive remuneration", *Journal of Industrial Relations*, Vol. 56, N° 5, pp: 707-725.

- Potts, M, (2006), "CEO Compensation and Virtue Ethics", pp: 101-115, Kolb, R., W. (Ed), (2006), "*The Ethics of Executive Compensation*", Blackwell Publishing.
- Sanders, W., G., Carpenter, M., A., (1998) "Internationalization and firm governance: The roles of CEO Compensation, Top Team Composition, and Board Structure", *Academy of Management Journal*, Apr., Vol. 41, 2, pp: 158-178.
- Schumpeter, J, (1950), "*The Theory of Economic Development*", Cambridge, Mass: Harvard University Press.
- Schmidt, G., M., Druehl, Ch., T., (2008), When is a disruptive Innovation Disruptive? *The Journal of Product Innovation Management*, Vol. 25, pp: 347-369.
- Shaw, W., H., (2006), "Justice, Incentives, and Executive Compensation", pp: 87-100, Kolb, R., W. (Ed), (2006), "*The Ethics of Executive Compensation*", Blackwell Publishing.
- Shin, T., (2016), "Fair Pay or Power Play? Pay Equity, Managerial Power, and Compensation Adjustments for CEOs", *Journal of Management*, Vol. 42, N° 2, February, pp: 419-448.
- Spence, M., (1973), "Job Market signaling", *The Quarterly Journal of Economics*, 87, pp: 355-374.
- Swanson, D., L., Orlitzky, M., (2006), "Executive Preference for Compensation Structure and Normative Myopia: A Business and Society Research Project", pp: 13-31, Kolb, R., W. (Ed), (2006), "*The Ethics of Executive Compensation*", Blackwell Publishing.
- Tosi, H., L., Wesner, S., Katz, J., P., Gómez-Mejía, L. R., (2000), "How Much Does Performance Matter? A Meta-Analysis of CEO Pay Studies", *Journal of Management*, Vol.26, N° 2, pp: 301-339.
- Tosi, H., L., Greckhamer, T., (2004), "Culture and CEO Compensation", *Organization Science*, Vol.15, N° 6, Nov/Dec, pp: 657-670.
- Van der Laan, G., (2010), "CEO pay as a reflection of power or performance: an empirical test for The Netherlands, 2002-2006", *Journal of Strategy and Management*, Vol. 3, N° 2, pp: 157-173.
- Wade, J., B., O'Reilly, III, Ch., A., Pollock, T., G., (2006), "Overpaid CEOs and Underpaid Managers: Fairness and Executive Compensation", *Organization Science*, Vol. 17, N° 5, September-October, pp: 527-544.
- Weisbach, M., S., (2007), "Optimal Executive Compensation versus Managerial Power: A Review of Lucian Bebchuk and Jess Fried's Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation", *Journal of Economic Literature*, Vol. XLV, June, pp: 419-428.
- Westphal, D., J., Zajac, E., J., (1995), "Who Shall Govern? CEO/Board Power, Demographic Similarity, and New Director Selection", *Administrative Science Quarterly*, Vol 40, March, pp: 60-83.

- Wowak, A., J., Hambrick, D., C., (2010), "A Model of Person-Pay Interaction: how executives vary in their responses to compensation arrangements", *Strategic Management Journal*, 31, pp: 803-821.
- Zhang, P., Fadil, P., Baynard, Ch., (2015), "Understanding board-CEO power dependency perspective under symbolic management", *Competitiveness Review*, Vol. 25, Nº 1, pp: 50-73.