

RETRIBUCIÓN DE LA ALTA DIRECCIÓN, ESTRUCTURA DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN Y RESULTADOS

Gregorio Sánchez Marín, gresanma@um.es, Universidad de Murcia

J. Samuel Baixauli Soler, sbaixaul@um.es, Universidad de Murcia

M^a Encarnación Lucas Pérez, nicaren2@hotmail.com, Universidad de Murcia

ABSTRACT

Resultados empíricos previos muestran distintas contradicciones cuando se relaciona la retribución de los miembros del equipo de alta dirección, la estructura del consejo de administración y los resultados alcanzados por la empresa. Un menor número de consejeros y una mayor proporción de consejeros externos se asocian a una mayor supervisión, pero no hay consenso sobre el efecto en el nivel retributivo del equipo de alta dirección. Esta falta de consenso se agrava cuando se analiza el efecto sobre los resultados. En este trabajo ofrecemos un marco teórico y un estudio empírico basado en la metodología de datos de panel, que permite explicar por qué los análisis previos difieren. En el contexto del mercado español se confirman las perspectivas del procesamiento de la información, que vinculan la sobredimensión del consejo con una mayor retribución del equipo de alta dirección. Asimismo, la mayor proporción de consejeros externos reduce el nivel retributivo del equipo de alta dirección al aumentar la supervisión y reducir el poder de los internos. Por último, se obtiene una relación cuadrática entre los resultados de la empresa y la retribución del equipo de alta dirección. Esta relación permite explicar, conjuntamente, un efecto positivo, defendido desde la teoría de la agencia, sobre los resultados de la empresa a niveles bajos de retribución de los miembros del equipo alta dirección y un efecto negativo, como consecuencia de una mayor discreción de éstos a niveles altos.

Palabras clave: retribución del equipo de alta dirección, gobierno corporativo, tamaño y composición del consejo de administración, resultados de empresa.

ABSTRACT

Previous empirical results reveal various contradictions when relating top management compensation, board structure and levels of performance. While fewer directors and more external directors is associated with better supervision, there is no agreement on the effect on top management compensation level. This lack of consensus is even more noticeable when analysing the effect performance. This paper offers a theoretical framework and a panel data methodology based empirical study to account for how earlier analyses have differed. Given the great board dimension in the Spanish market, information processing perspectives are confirmed which link positively board size with higher top management compensation. Similarly, a higher proportion of external directors reduces top management compensation level since it improves supervision and reduces insiders' power. Finally, a quadratic relation is obtained between performance and top management compensation. This relation explains both a positive effect, supported by agency theory on performance at low levels of management compensation, and a negative effect as a consequence of higher managers' discretion at high levels.

Keywords: top management compensation, corporate governance, board size and composition, firm performance.

1. INTRODUCCIÓN

La retribución del equipo de alta dirección en la gran empresa actual es uno de los asuntos que más atención y debate viene suscitando en las últimas décadas (Gómez-Mejía y Wiseman, 1997; Perkins y Hendry, 2005; Gómez-Mejía y Sánchez, 2006). Las elevadas sumas de dinero que generalmente reciben los miembros del equipo de alta dirección¹, vinculadas, en ocasiones, a manipulaciones contables o financieras con fines lucrativos personales, han puesto de manifiesto dos grandes cuestiones. Por un lado, un problema de equidad, como consecuencia del gran desequilibrio entre las elevadas retribuciones del equipo de alta dirección y las del personal operativo, que pueden afectar a la cohesión y compromiso organizacional (Cowherd y Levine, 1992). Por otro lado, un problema de control del posible comportamiento oportunista de algunos miembros del equipo de alta dirección, como consecuencia de la separación entre propiedad y control, que puede afectar a la eficiencia de la organización en el largo plazo (Eisenhardt, 1989).

El gobierno corporativo se ha impuesto como uno de los elementos más recurrentes para atender parte de esta problemática. En este sentido, la teoría de la agencia (Jensen y Meckling, 1976) propone al consejo de administración como el mecanismo de control interno más eficaz para supervisar e incentivar a los miembros del equipo de alta dirección (Jensen, 1993; Daily *et al.*, 2003). A través del control de su actuación y del establecimiento de sus niveles retributivos, el consejo trata de alinear los intereses del equipo de alta dirección con los de los propietarios, con el objetivo de mejorar la eficiencia y funcionamiento de la organización (Westphal y Zajac, 1995; Tosi *et al.*, 1997; Chatterjee *et al.*, 2003). La literatura, al estudiar el papel de control del consejo de administración ha coincidido, mayoritariamente, en que los aspectos relacionados con su estructura, referidos a su nivel de independencia, su funcionalidad y su coordinación (Conyon y Peck, 1998; Core *et al.*, 1999), son los elementos que más determinan su capacidad de supervisión sobre la actuación y retribución del equipo de alta dirección.

Este grado de independencia y funcionalidad se ha representado, habitualmente, tanto a través del tamaño (Pearce y Zahra, 1992; Eisenberg *et al.*, 1998) como de la composición del consejo de administración (Agrawal y Knoeber, 1996; Hermalin y Weisbach, 2003). Aunque la teoría y la evidencia empírica mayoritaria parecen sugerir que las empresas con menor número de consejeros y mayor proporción de consejeros externos suelen adoptar mejores decisiones concernientes al nivel retributivo del equipo de alta dirección, en el sentido de moderarlo, alineándolo con los intereses de los propietarios (Jensen, 1993), si se hace un análisis en profundidad aparecen claras contradicciones. Mientras algunos estudios encuentran una relación positiva entre el número de consejeros y el nivel retributivo del equipo de alta dirección (Sanders y Carpenter, 1998; Core *et al.*, 1999), otros hallan relaciones neutras, negativas o curvilíneas (Pearce y Zahra, 1992; Jensen, 1993; Yermack, 1996). Asimismo, algunas investigaciones han hallado correlaciones negativas entre el porcentaje de consejeros externos y el nivel retributivo del equipo de alta dirección (Boyd, 1994; Conyon y Peck, 1998), mientras que

¹ Cabe señalar, por ejemplo, que en 1980 el máximo miembro del equipo de alta dirección de una empresa estadounidense cobraba 42 veces el salario medio de los empleados del nivel operativo; en el año 2000, esta suma era superior en hasta 475 veces (Milkovich y Newman, 2007). España tampoco ha sido ajena a este fenómeno. Si se tiene en cuenta el poder adquisitivo y el coste de la vida, un miembro del equipo de alta dirección se encuentra, en términos relativos, incluso mejor pagado que los estadounidenses, siendo el quinto país de la Unión Europea que mejor les retribuye y el primero cuando los mismos pertenecen al consejo de administración (informe Heidrick & Struggles, 2007).

otras sostienen la hipótesis contraria (Zajac y Westphal, 1994; Westphal y Zajac, 1995). Si a ello sumamos la posible influencia de estos vínculos en los resultados de la empresa, las evidencias contrapuestas son aún más latentes: mientras Core *et al.* (1999) encuentran que las características del consejo asociadas con los miembros del equipo de alta dirección y correlacionadas con su retribución tienen un efecto positivo en los resultados de la empresa, Cyert *et al.* (2002) y Dávila y Penalva (2006) hallan justo lo contrario.

A lo anterior hay que sumar el hecho de que en el contexto español hay escasas investigaciones que han hallado relaciones muy poco significativas y, de algún modo, aún por consolidar y confirmar desde el punto de vista metodológico (Sánchez y Lucas, 2008). En este sentido, Romero y Valle Cabrera (2001:234) recientemente concluían: “Sin embargo, uno de los factores a los cuales la literatura ha dedicado especial atención es al funcionamiento de los comités de retribución de los consejos de muchas empresas [...]. En el caso español, se desconoce la composición, atributos e incluso la existencia de este tipo de comité, de hecho, el proceso seguido para decidir realmente la retribución de los miembros del equipo de alta dirección no se conoce”.

En definitiva, el debate aún está abierto, por lo que resulta interesante conocer si son generalizables los presupuestos de agencia en contextos diferentes al anglosajón. En el contexto español, las empresas se caracterizan por tener una alta concentración de propiedad y, por ende, consejos fuertemente intervenidos (Salas, 2002; Sánchez y Lucas, 2008) en comparación con las empresas estadounidenses e inglesas. En este sentido, es importante comprobar si los esfuerzos realizados en España en los últimos años a favor de la convergencia en el gobierno corporativo de las compañías –y la consiguiente aparición de nuevas normas de gobierno en la línea del informe Cadbury (1992)- están reportando beneficios en términos de supervisión del equipo de alta dirección, a través de consejos más eficaces, de niveles retributivos más moderados y, en definitiva, de mejores resultados para la empresa (Point y Tyson, 2006).

Así, el objetivo de este estudio se enmarca en analizar en qué medida el tamaño y composición del consejo de administración influye en el nivel retributivo del equipo de alta dirección de las empresas cotizadas españolas y si dicha retribución tiene algún efecto en los resultados de la empresa. Para ello, en primer lugar, se revisa la literatura que analiza el vínculo entre retribución del equipo de alta dirección, consejo de administración y resultados de la empresa y se establecen hipótesis de investigación; en segundo lugar, se describe la metodología aplicada en el estudio empírico y se describen los resultados del mismo; y, por último, se exponen las conclusiones.

2. TEORÍA, HIPÓTESIS Y MODELO

Partiendo del supuesto principal de la teoría de agencia (Jensen y Meckling, 1976) sobre separación entre propiedad y control (Berle y Means, 1932), característica de la mayoría de las grandes empresas cotizadas, se puede cuestionar si el equipo de alta dirección persigue realmente la maximización de la riqueza de los propietarios o tiene otras preferencias más relacionadas con el poder o el aumento de sus niveles retributivos (Hendry, 2002). Los propietarios, con el objetivo de reducir los posibles costes de agencia que esta situación de riesgo moral pueda provocar, han habilitado mecanismos de gobierno corporativo (Westphal y Zajac, 1995).

En este sentido, el consejo de administración se ha revelado como el principal mecanismo interno de supervisión del que disponen los propietarios para alinear sus intereses con los del equipo de alta dirección (Yermack, 1996; Daily *et al.*, 2003). El consejo de administración representa a los accionistas y sirve, de acuerdo con Jensen (1993), como la primera línea de defensa contra los comportamientos oportunistas de los miembros del equipo de alta dirección. Así, el consejo es el responsable de vigilar al equipo de alta dirección y establecer

su retribución (Zajac y Westphal, 1994; Tosi *et al.*, 1997). Como Finkelstein y Hambrick resaltan, “El consejo de administración se considera que juega un papel muy importante en el establecimiento de la retribución de la alta dirección” (1996:248).

Las investigaciones previas que han evaluado los efectos del consejo de administración en la supervisión de la retribución del equipo de alta dirección han utilizado elementos de la estructura del consejo, tales como su tamaño –número de consejeros- o su composición –proporción de consejeros externos- (Baysinger y Hoskisson 1990; Pearce y Zahra, 1992; Zajac y Westphal, 1994; Westphal y Zajac, 1995; Conyon y Peck, 1998; Sanders y Carpenter, 1998; Core *et al.*, 1999). A partir de estos argumentos, examinamos como la retribución del equipo de alta dirección se ve afectada por la estructura del consejo de administración –tamaño y composición- así como cuales son las consecuencias en los resultados de la empresa.

2.1. RETRIBUCIÓN DEL EQUIPO DE ALTA DIRECCIÓN Y ESTRUCTURA DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN

Uno de los aspectos que determina la estructura del consejo de administración hace referencia a su tamaño o número de miembros por el cual está constituido. La literatura coincide en señalar que el tamaño del consejo influye en la eficacia del procesamiento de la información y, por lo tanto, en la calidad de las decisiones relativas a su capacidad supervisora (Sanders y Carpenter, 1998). Desde una perspectiva de agencia, Pearce y Zahra (1992) sostienen que un consejo de gran tamaño supone un mayor control sobre el equipo de alta dirección, ya que incorpora diversos puntos de vista y aporta una mayor eficacia en las decisiones corporativas y de gobierno. Sin embargo, Eisenberg *et al.* (1998) y De Andrés *et al.* (2005) encuentran que un número excesivo puede favorecer la inhibición de los consejeros, ir en detrimento de su efectividad e, incluso, restar cohesión al consejo de administración. En este mismo sentido se manifiestan Finkelstein y Hambrick (1996), quienes afirman que un elevado número de consejeros puede ser un obstáculo para la toma de decisiones rápidas y eficientes, restando flexibilidad y operatividad, debido a las dificultades de coordinación y comunicación (Boyd, 1995).

Las consecuencias desde el punto de vista retributivo han sido claramente evidenciadas en la literatura. La perspectiva de agencia señala que a medida que disminuyen los niveles de supervisión, la retribución del equipo de alta dirección es mayor debido a su inclinación a actuar en su propio beneficio (Eisenhardt, 1989; Gómez-Mejía y Wiseman, 1997). Partiendo de este enfoque, Pearce y Zahra (1992) encuentran que en las empresas con un bajo número de consejeros, un incremento en el número de ellos supone una disminución del nivel retributivo del equipo de alta dirección. Sin embargo, estudios como el de Sanders y Carpenter (1998) o el de Core *et al.* (1999), basándose en las perspectivas del procesamiento de la información (Tushman y Nadler, 1978; Lipton y Lorsch, 1992), confirman que el tamaño del consejo se vincula positivamente con el nivel retributivo del equipo de alta dirección. En España, Sánchez y Lucas (2008) encuentran, además, que ese vínculo positivo también se da entre el número de consejeros y la retribución media del equipo de alta dirección, aunque el análisis transversal de un solo año deja ciertas dudas sobre la validez de dicha relación. Tanto las directrices de los principales códigos de buen gobierno, abanderados por el informe Cadbury² (1992), que recomiendan con

² A partir del informe Cadbury se generan un conjunto de códigos de buen gobierno corporativo que, en el contexto español, se concretan en el Código Olivencia (1998), Informe Aldama (2003) y, el más reciente y actualmente en vigor, Código Unificado de Buen Gobierno (2006) –el cual puede consultarse en la CNMV (www.cnmv.es)-, que unifica los anteriores y recoge claramente los postulados y filosofía básica del informe Cadbury.

carácter general que el tamaño de los consejos sea reducido, así como estudios tales como el de Jensen (1993), que señala que los consejos no deben tener más de 10 miembros, sugieren la existencia de una relación parabólica entre la retribución del equipo de alta dirección y el tamaño del consejo (Yermack, 1996). A partir de un determinado punto la eficacia supervisora disminuye a medida que aumenta el número de consejeros, lo que provoca, a su vez, incrementos en los niveles retributivos del equipo de alta dirección. En el contexto español, si consideramos que los consejos de administración están ya sobredimensionados (Salas, 2002) –con una media de 11 consejeros, según datos de Sánchez y Lucas (2008)- se espera que el aumento en el tamaño del consejo provoque incrementos en la retribución del equipo de alta dirección (hipótesis 1).

El segundo aspecto fundamental que define la estructura del consejo de administración es su composición, referida a la proporción entre consejeros internos y externos. La literatura en esta línea se decanta mayoritariamente por la evidencia relativa a que una mayor proporción de consejeros externos hace que el consejo funcione de manera más eficaz (Fama y Jensen, 1983; Rosenstein y Wyatt, 1990). La principal razón que lo justifica es que los externos ejercen una supervisión más independiente sobre las actuaciones del equipo de alta dirección de lo que lo harían los internos que ostentan, al mismo tiempo, la condición de miembros del equipo de alta dirección y podrían verse “condicionados” en sus actuaciones (Agrawal y Knoeber, 1996; Klein, 2002). No obstante, otros estudios (Byrd y Hickman, 1992; Hermalin y Weisbach, 2003; De Andrés *et al.*, 2005) han puesto en cuestión estos hallazgos, argumentado su falta de independencia real al intervenir los miembros del equipo de alta dirección en su selección, su posible falta de neutralidad como forma de ganar reputación de experto independiente y su desconocimiento del funcionamiento exacto de la organización.

En cuanto a los efectos en términos retributivos, Baysinger y Hoskisson (1990) señalan que cuando los métodos para evaluar al equipo de alta dirección dependen de consejeros externos, es más probable que la retribución de éstos sea calculada sobre la base de criterios objetivos de eficacia financiera, lo que provoca un ajuste de la misma al rendimiento de la empresa y una reducción del nivel retributivo total. En esta línea, Boyd (1994) y Conyon y Peck (1998) encuentran una relación negativa entre el porcentaje de consejeros externos y el nivel retributivo del equipo de alta dirección. Sin embargo, otros estudios, como el de Zajac y Westphal (1994) se alinean con la hipótesis contraria. Encuentran que cuando existe un mayor porcentaje de consejeros externos el nivel retributivo del equipo de alta dirección es mayor, cuestionando, en definitiva, la independencia y los conocimientos sobre la organización de aquellos. Asimismo, Westphal y Zajac (1995) constatan que el nivel retributivo del equipo de alta dirección es mayor a medida que existen más similitudes demográficas y socioeconómicas entre los miembros del equipo de alta dirección y los consejeros externos, lo que suele ser bastante habitual debido a que aquellos participan en la selección de estos.

A pesar de las contradicciones existentes, debemos considerar, por un lado, la recomendación del informe Cadbury (1992) y las consiguientes del resto de códigos a nivel internacional, que establecen, generalmente, que el número de externos sea mayor al de internos y superior. Por otro lado, hay que tener en cuenta que, en el contexto español, las empresas tienen, en términos medios, unos consejos formados por aproximadamente tres cuartas partes de externos (Salas, 2002; Sánchez y Lucas, 2008) que, según las evidencias empíricas, se asocian a mayores niveles de supervisión, que implican menores retribuciones y más ajustadas al rendimiento de la empresa (Crespí-Cladera y Gispert, 2003; De Andrés *et al.*, 2005). De tal modo, se espera que una mayor presencia de externos esté asociada con un menor nivel retributivo del equipo de alta dirección (hipótesis 2).

Todos los argumentos anteriores nos conducen a las dos hipótesis siguientes:

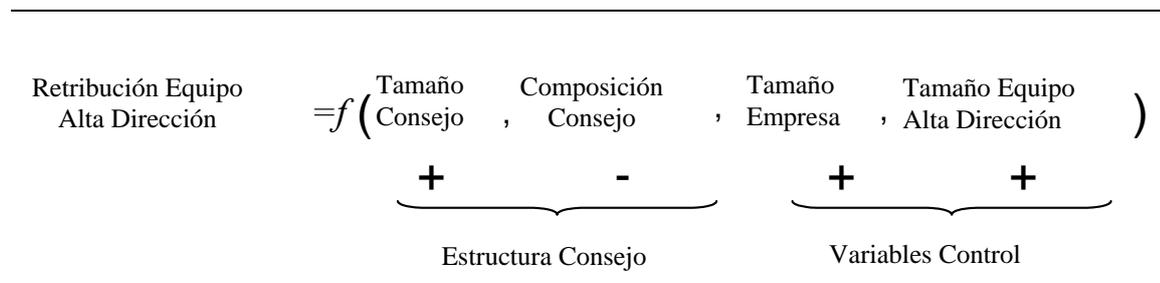
H1: A mayor número de miembros del consejo de administración mayor nivel retributivo del equipo de alta dirección.

H2: A mayor proporción de consejeros externos en el consejo de administración menor nivel retributivo del equipo de alta dirección.

Considerando las hipótesis 1 y 2, la retribución del equipo de alta dirección está asociada positivamente con el tamaño del consejo de administración y negativamente con su composición, tal y como muestra la figura 1. Asimismo, estas relaciones están afectadas por el tamaño de la empresa y por el tamaño del equipo de alta dirección, con lo que se consideran como factores que influyen en dicha relación y por ello se incluyen en nuestro primer modelo. De acuerdo con la investigación previa (Boyd, 1994; Finkelstein y Boyd, 1998), empleamos como variables de control el tamaño de la empresa y el tamaño del equipo de alta dirección, tal y como muestra la ecuación 1.

$$TMC = \beta_0 + \beta_1 BS + \beta_2 BC + \beta_3 FS + \beta_4 TMTS + \varepsilon \quad [1]$$

Figura 1. Relación entre retribución del equipo de alta dirección y estructura del consejo de administración



2.2. RESULTADOS DE LA EMPRESA Y RETRIBUCIÓN DEL EQUIPO DE ALTA DIRECCIÓN

Los estudios realizados en torno a la eficacia del consejo de administración y los resultados alcanzados por la empresa no son concluyentes. Una parte de las investigaciones ponen de manifiesto que, desde una perspectiva de agencia, un mayor número de consejeros o una proporción mayor de externos se asocian con mayores niveles de supervisión, que suponen una mayor alineación de intereses entre el equipo de alta dirección y los accionistas, lo que conlleva a incrementar los resultados de la empresa (Byrd y Hickman, 1992; Alexander *et al.*, 1993; Brickley *et al.*, 1994; Goodstein *et al.*, 1994; Chatterjee *et al.*, 2003). Por el contrario, otros trabajos evidencian que el aumento en el número de consejeros o en el número de externos influye negativamente en los resultados de la empresa, debido, en el primer caso, a los problemas de comunicación, coordinación y procesamiento de la información, que hacen que su eficacia supervisora sea menor (Kini *et al.*, 1995; Eisenberg *et al.*, 1998) o, en el segundo caso, a la falta de independencia real y a los escasos conocimientos de los consejeros externos sobre la empresa (Agrawal y Knoeber, 1996; Bhagat y Black, 2002).

¿Qué papel tiene la retribución del equipo de alta dirección en los resultados de la empresa en un contexto de gobierno corporativo? Conyon y Peck señalan, a este respecto, la existencia de “una relación compleja entre la retribución del equipo de alta dirección y el gobierno corporativo interno, lo que demuestra que el efecto directo de las variables de control del consejo es mínimo” y añaden que existen evidencias de que “la

composición del consejo de administración de las empresas y el comité de retribución de las mismas es un elemento importante para alinear la retribución del equipo de alta dirección con los resultados de la empresa” (1998:155). La importancia de la retribución también es constatada empíricamente por Perkins y Hendry (2005), quienes concluyen que el papel de la retribución del equipo de alta dirección es fundamental para resolver el conflicto principal-agente y se configura como un “intermediario” que alinea los intereses entre el consejo de administración y los resultados generales y específicos de la organización.

Partiendo, por lo tanto, de la idea de que una menor retribución del equipo de alta dirección puede ser indicativo de un mejor funcionamiento y supervisión del consejo de administración, tal y como recogen las hipótesis 1 y 2, se podría suponer que esta menor retribución también influye en que la empresa mejore sus resultados (Perkins y Hendry, 2005). En este sentido, la retribución del equipo de alta dirección puede contribuir, moderando la relación entre tamaño y composición del consejo de administración, a incrementar positivamente los resultados de la empresa, de lo que se desprende que también la propia retribución puede ayudar a “reforzar” los mecanismos internos de supervisión (Doucouliagos *et al.*, 2007).

En este contexto, los estudios empíricos previos muestran evidencias contradictorias sobre el impacto de la retribución del equipo de alta dirección en los resultados de la empresa. Por ejemplo, Core *et al.* (1999) encuentran que las características del consejo asociadas con los miembros del equipo de alta dirección –entre las que se encuentran su menor tamaño y su composición mayoritariamente externa- están correlacionadas positivamente con la retribución que éstos reciben, la cual, influye positivamente en el resultado de la empresa. Por su parte, Cyert *et al.* (2002) encuentran una relación negativa entre un mayor control del consejo –a través de la incorporación de externos y la creación del comité de retribución- y el nivel retributivo del equipo de alta dirección. Estos autores encuentran, sin embargo, que esta estructura de gobierno está asociada con peores niveles de rendimiento organizacional. También Dávila y Penalva (2006) concluyen que en las empresas en las que el equipo de alta dirección tiene mayores niveles de influencia –a través del incremento del número de consejeros internos- la retribución del equipo de alta dirección es mayor. Al igual que el anterior, el efecto que estos autores encuentran en el resultado de la empresa es negativo.

Las relaciones contradictorias, encontradas en la literatura, entre retribución del equipo de alta dirección y los resultados de la empresa, en el contexto de la estructura del consejo de administración, pueden explicarse en función de dos aspectos (Boyd, 1994; Carpenter y Sanders, 1998): (1) la dificultad del procesamiento de la información a medida que aumenta el número de consejeros, lo que hace que se incremente el nivel retributivo del equipo de alta dirección; (2) la menor influencia del equipo de alta dirección en el consejo a medida que aumenta el número de externos, lo que hace que disminuya su nivel retributivo. Bajos niveles retributivos implican que los niveles de supervisión y control son efectivos, la alineación de intereses es adecuada y, por lo tanto, se explica que se produzca un efecto positivo en los resultados (Conyon y Peck, 1998; Core *et al.*, 1999). A medida que el nivel retributivo aumenta se supone que, en un contexto de gobierno corporativo, el sistema de supervisión va fallando –por un mayor número de miembros en el consejo o por una menor independencia de los mismos- (Cyert *et al.*, 2002; Dávila y Penalva, 2006). Esto es aprovechado por los miembros del equipo de alta dirección para alcanzar sus propios objetivos, entre los que se encuentra el seguir incrementado sus niveles retributivos, sin vincularlos, en la medida de lo posible, al rendimiento de la empresa (Eisendhardt, 1989; Jensen y Murphy, 1990). Esta situación conduce, en definitiva, a una disminución de los resultados de la empresa como

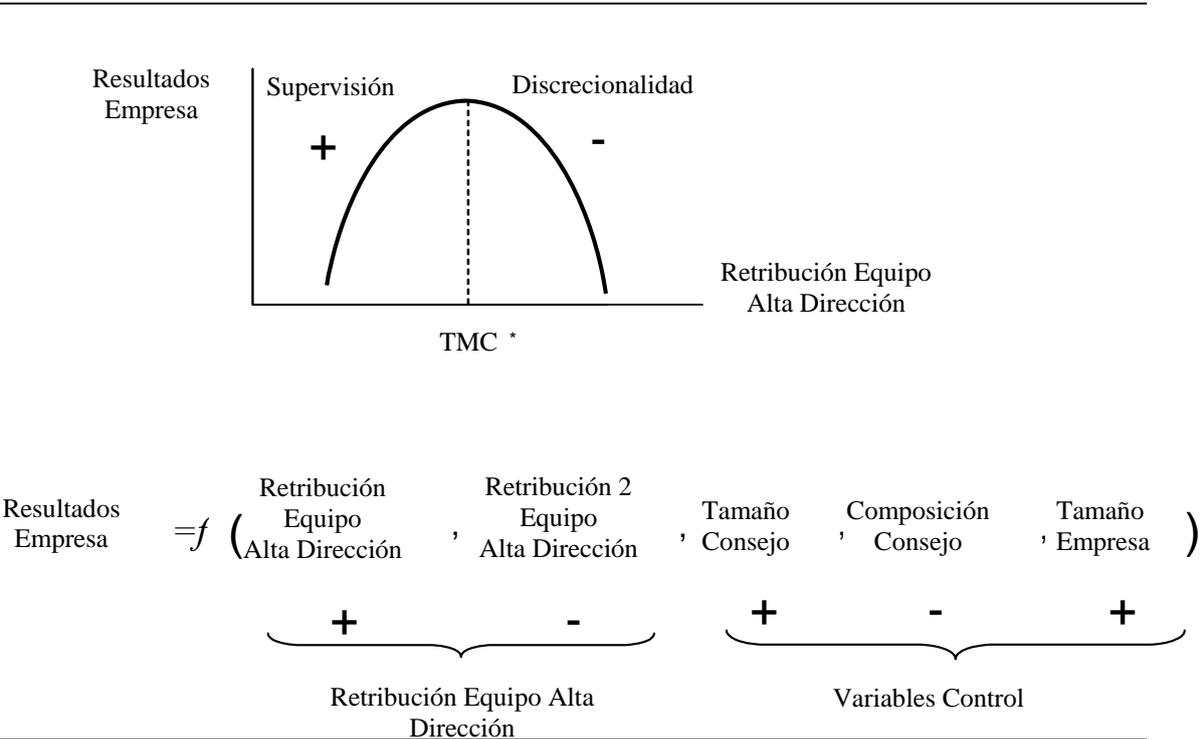
consecuencia de la mayor discrecionalidad del equipo de alta dirección (Finkelstein y Hambrick, 1996). De estos argumentos se deriva la siguiente hipótesis:

H3: Los resultados de la empresa se incrementan a medida que la retribución del equipo de alta dirección es menor (derivada de una supervisión efectiva) y disminuyen a medida que la retribución del equipo de alta dirección es mayor (como consecuencia de una mayor discrecionalidad del equipo de alta dirección).

Dada la hipótesis 3, existe un punto, TMC^* , a partir del cual niveles retributivos mayores están correlacionados con un descenso en los resultados, tal y como muestra la figura 2. Si se divide el conjunto de empresas en empresas con niveles retributivos altos y empresas con niveles retributivos bajos, la hipótesis 3 implica una correlación positiva para empresas con niveles retributivos bajos y una correlación negativa para empresas con niveles retributivos altos. Sin embargo, para contrastar la hipótesis 3 este análisis requiere establecer a priori un punto que debe coincidir con el nivel retributivo óptimo, TMC^* . Con el objetivo de evitar que los resultados estén condicionados por un punto establecido a priori, nuestro modelo contrasta una relación cuadrática entre los resultados y la retribución del equipo de alta dirección como muestra la ecuación 2.

$$Resultados = \beta_0 + \beta_1 TMC + \beta_2 TMC^2 + \beta_3 BS + \beta_4 BC + \beta_5 FS + \varepsilon \quad [2]$$

Figura 2. Relación entre resultados de la empresa y retribución del equipo de alta dirección



Según la ecuación 2, existe un nivel retributivo óptimo igual a $-(\beta_1/2\beta_2)$, que se obtiene para diferentes medidas de resultados respecto a la retribución del equipo de alta dirección. Para encontrar una relación cuadrática entre los resultados y la retribución del equipo de alta dirección con un máximo, TMC^* , β_2 tiene que ser negativo. Además, como la retribución del equipo de alta dirección es positiva, $-(\beta_1/2\beta_2)$ tiene que ser mayor o igual que 0 y, por tanto, β_1 positivo. De este modo, no se establece a priori un punto a partir del cual se espera una relación negativa entre los resultados y la retribución del equipo de alta dirección sino que la estimación del modelo es la que lo determina.

3. METODOLOGÍA

3.1. MUESTRA Y OBTENCIÓN DE DATOS

Nuestro análisis se centra en las empresas cotizadas que publican sus informes de gobierno corporativo. La fuente principal de información se obtiene de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), que publica los informes de gobierno corporativo de las empresas cotizadas y de los estados financieros anuales. La información sobre la retribución del equipo de alta dirección y el tamaño y composición del consejo de administración se obtiene de los informes de gobierno corporativo de las empresas y la información sobre los resultados de las empresas de sus estados financieros anuales.

Las empresas que forman la muestra son compañías cotizadas españolas, no financieras, para el periodo desde 2004 a 2006. El estudio se inicia en 2004 porque este es el primer año en el que la CNMV publica informes de gobierno corporativo para la mayoría de las empresas cotizadas. En total la muestra esta formada por 120 empresas para las que se dispone de información desde el año 2004 a 2006.

3.2. MEDICIÓN DE VARIABLES

Variables retributivas. Se emplean dos variables. (1) *Nivel retributivo del equipo de alta dirección* (TMC), que se mide como la retribución total anual media recibida por el equipo de alta dirección (Conyon y Peck, 1998; Álvarez y Neira, 1999). (2) *Nivel retributivo ajustado del equipo de alta dirección* (ATMC), medida como la retribución total anual media del equipo de alta dirección más la retribución media de los altos directivos consejeros –internos- menos la retribución media de todos los consejeros -internos y externos-. Esta variable ajustada representa únicamente el efecto de la retribución que el equipo de alta dirección recibe, exclusivamente, como recompensa a sus tareas directivas y, por lo tanto, excluye las cantidades que reciben en calidad de consejeros.

Variables del consejo. Se utilizan dos variables. (1) *Tamaño del consejo de administración* (BS), que se mide por el número medio de consejeros que lo componen (Boyd, 1994). (2) *Composición del consejo de administración* (BC), que se mide por la proporción de consejeros externos sobre los internos (Johnson *et al.*, 1996).

Variable de resultados. La *variable de resultados* mide la creación de valor desde el punto de vista del accionista y se aproxima a través de la rentabilidad financiera. La rentabilidad financiera tiene en cuenta tanto la estructura económica como financiera de la empresa.

Variables de control. Moderan el efecto que el tamaño de la empresa y el tamaño del equipo de alta dirección pudieran tener sobre el nivel retributivo o los resultados de la empresa (Finkelstein y Boyd, 1998). (1) *Tamaño de la empresa* (FS), medido a través del número de empleados. (2) *Tamaño del equipo de alta dirección*, medido por el número de miembros de éste que no pertenecen al consejo de administración (NDM) y por aquellos que si forman parte del mismo (INS).

3.3. ANÁLISIS

Se ha empleado la metodología de datos de panel, ya que permite estudiar la evolución de las poblaciones de corte trasversal. De este modo, mejoramos las especificaciones econométricas así como la estimación de parámetros, ya que incluye más información, más variabilidad, menos colinealidad entre las variables y más eficiencia (Baltagi, 2001).

Hay que tener en cuenta que las empresas y los miembros del equipo de alta dirección son grupos heterogéneos. Siempre existen características que influyen en la retribución que reciben los miembros del equipo de alta dirección, que son difíciles de medir o de obtener, como son la experiencia o las habilidades personales de éstos. Si no se tiene en cuenta la heterogeneidad los resultados que se obtienen pueden estar sesgados. En este estudio controlamos la heterogeneidad a través de un efecto individual, η_i . Asimismo, controlamos el efecto de las variables macroeconómicas, como el ciclo económico y la inflación, incluyendo los efectos temporales, d_t . Por tanto, el término de error se transforma en $\varepsilon_{it} = \eta_i + d_t + v_{it}$, donde v_{it} es una perturbación aleatoria.

Los modelos finalmente estimados se derivan de los presentados en las ecuaciones 1 y 2. Para explicar la retribución del equipo de alta dirección (modelo I) hemos considerado dos variables dependientes: la retribución de los miembros del equipo de alta dirección que no pertenecen al consejo de administración (NDMC) y la retribución de los miembros del equipo de alta dirección que si pertenecen al consejo, es decir, de los consejeros internos (INSC). De este modo se estiman las ecuaciones 3 y 4 por separado y se contrastan las hipótesis 1 y 2 distinguiendo entre miembros del equipo de alta dirección que no pertenecen al consejo y miembros del equipo de alta dirección que si forman parte del mismo.

$$NDMC_{it} = \beta_0 + \beta_1 BS_{it} + \beta_2 BC_{it} + \beta_3 FS_{it} + \beta_4 NDM_{it} + \eta_i + d_t + v_{it} \quad [3]$$

$$INSC_{it} = \beta_0 + \beta_1 BS_{it} + \beta_2 BC_{it} + \beta_3 FS_{it} + \beta_4 INSC_{it} + \eta_i + d_t + v_{it} \quad [4]$$

Para explicar los resultados de la empresa (modelo II) y determinar el nivel retributivo óptimo del equipo de alta dirección se han utilizado las dos variables explicativas de la retribución: el nivel retributivo del equipo de alta dirección (TMC) y el nivel retributivo ajustado del equipo de alta (ATMC). De este modo contrastamos la hipótesis 3 mediante la estimación de las ecuaciones 4 y 5.

$$\begin{aligned} Resultados_{it} = & \beta_0 + \beta_1 TMC_{it} + \beta_2 TMC_{it}^2 + \beta_3 BS_{it} \\ & + \beta_4 BC_{it} + \beta_5 FS_{it} + \eta_i + d_t + v_{it} \end{aligned} \quad [5]$$

$$\begin{aligned} Resultados_{it} = & \beta_0 + \beta_1 ATMC_{it} + \beta_2 ATMC_{it}^2 + \beta_3 BS_{it} \\ & + \beta_4 BC_{it} + \beta_5 FS_{it} + \eta_i + d_t + v_{it} \end{aligned} \quad [6]$$

El método de estimación seleccionado depende de si el término inobservable que refleja las diferencias inobservables entre individuos está correlacionado o no con las variables explicativas. El test de Hausman (1978) compara dos estimadores, el estimador intra-grupos y el de mínimos cuadrados generalizados, bajo la hipótesis nula de ausencia de diferencias sistemáticas en los coeficientes del modelo, β . Si se acepta la hipótesis nula, ambos estimadores son consistentes, aunque el estimador de mínimos cuadrados generalizados es más eficiente. Si se rechaza la hipótesis nula, el estimador intra-grupos es el único consistente. El estimador intra-grupos se diferencia con el de mínimos cuadrados ordinarios en que las variables han sido transformadas en desviaciones respecto de la media, mientras que el estimador de mínimos cuadrados generalizados se aplica mediante una estimación consistente de la matriz de varianzas-covarianzas. Además de utilizar la metodología de datos de panel, estimamos los modelos propuestos mediante una regresión en sección cruzada para los tres años objeto de estudio.

4. RESULTADOS

La tabla 1 muestra los estadísticos descriptivos y las correlaciones de las variables empleadas en la estimación de los diferentes modelos. El tamaño de los consejos de administración no es pequeño, con un

promedio de 11 miembros, lo que indica que los consejos pueden estar sobredimensionados. El número de consejeros externos sobre los internos es de 5 a 1, lo que se asocia con mayores niveles de supervisión. Esto coincide con la evidencia previa en el contexto español. Por otro lado, al tratarse de una muestra de empresas cotizadas su tamaño es grande y el número medio de empleados es casi de 7.000. En cuanto a las correlaciones, observamos una correlación positiva entre la retribución del equipo de alta dirección y el tamaño del consejo y negativa entre la retribución del equipo de alta dirección y la composición del consejo, tal y como se espera según las hipótesis 1 y 2.

Tabla 1. Estadísticos descriptivos y correlaciones de Spearman

	Media	Desviación Estándar	BS	BC	INS	NDM	FS	TMC	ATMC
BS	11.06	3.94	1.000						
BC	5.15	3.74	0.424	1.000					
INS	2.23	1.29	0.141	-0.81	1.000				
NDM	8.17	7.34	0.328	0.163	0.044	1.000			
FS	6883.7	12794.1	0.430	0.136	0.144	0.522	1.000		
TMC	1073.4	1298.8	0.573	-0.283	0.057	0.403	0.610	1.000	
ATMC	847.3	1059.5	0.584	-0.343	-0.007	0.399	0.594	0.991	1.000

Nota: BS tamaño consejo, BC composición consejo, INS equipo de alta dirección que pertenece al consejo, NDM equipo de alta dirección que no pertenece al consejo, FS tamaño empresa, TMC nivel retributivo equipo de alta dirección, ATMC nivel retributivo ajustado del equipo de alta dirección.

La tabla 2 presenta los resultados de la estimación de la ecuación 3, donde la variable dependiente es la retribución del equipo de alta dirección que no pertenece al consejo de administración.

Tabla 2. Modelo retributivo del nivel retributivo del equipo de alta dirección

Variables	Regresión Lineal			Regresión Datos Panel
	2004	2005	2006	2004-2006
Exploratorias	Coficiente (Error Estándar)	Coficiente (Error Estándar)	Coficiente (Error Estándar)	Coficiente (Error Estándar)
<i>Hipótesis</i>				
Tamaño Consejo	273.3*** (74.97)	179.6*** (66.06)	131.97* (71.09)	142.4*** (53.07)
Composición Consejo	-90.56* (47.52)	-71.22* (38.51)	-56.22 (66.77)	-73.96* (43.86)
<i>Control</i>				
Equipo Alta Dirección no Consejo	299.3*** (43.42)	320.6*** (27.67)	364.1*** (29.89)	306.3*** (42.81)
Tamaño Empresa	0.061*** (0.021)	0.075*** (0.017)	0.068*** (0.017)	0.048** (0.021)
<i>Dummies temporales</i>				
D ₂₀₀₄				-394.1** (162.09)
D ₂₀₀₅				-357.2** (156.51)
Constante	-3135.1*** (782.6)	-2349.5*** (668.4)	-1822.8** (777.19)	-1264.3** (500.7)
R ² Ajustada	0.76	0.72	0.72	0.72
Hausman				0.228
Obs.	120	120	120	360

***, ** y * significativo al 1%, 5% y 10% respectivamente. Hausman es el p-valor del contraste de Hausman (1978).

Los resultados de los análisis de la regresión lineal por años validan las hipótesis 1 y 2 para los años 2004 y 2005, mientras que para el 2006 sólo se acepta la hipótesis 1. En el análisis de datos de panel, se acepta la

hipótesis nula del test de Hausman y, por tanto, utilizamos un estimador de efectos aleatorios. La regresión de datos de panel confirma que las hipótesis 1 y 2 se aceptan.

El tamaño del consejo de administración tiene un efecto positivo y significativo como consecuencia de la disminución de la eficiencia de la labor supervisora, que se deriva de que los tamaños de los consejos están sobredimensionados. Las empresas que presentan menor proporción de consejeros externos en el consejo establecen una mayor retribución para el equipo de alta dirección que no pertenece al consejo, como resultado de menores niveles de supervisión.

En la tabla 3 se presentan los resultados para la retribución del equipo de alta dirección que pertenece al consejo de administración. En este caso, también se aceptan las hipótesis 1 y 2 cuando se estima el modelo de datos de panel por efectos aleatorios. En el análisis transversal por años, la hipótesis 1 se acepta también, mientras que la hipótesis 2 se rechaza, aunque la variable presenta el signo esperado. Esto puede ser consecuencia de las limitaciones del análisis transversal.

En las tablas 2 y 3 el resto de variables de control consideradas tienen el signo esperado. A mayor tamaño de la empresa y del equipo de alta dirección mayor nivel retributivo. Asimismo, el paso de los años incrementa el nivel retributivo del equipo de dirección como se deduce de las variables dummies temporales incluidas en los modelos de datos de panel.

Tabla 3. Modelo de nivel retributivo ajustado el equipo de alta dirección

Variables	Regresión Lineal			Regresión Datos Panel
	2004	2005	2006	2004-2006
Exploratorias	Coficiente (Error Estándar)	Coficiente (Error Estándar)	Coficiente (Error Estándar)	Coficiente (Error Estándar)
<i>Hipótesis</i>				
Tamaño Consejo	193.4*** (66.34)	243.33*** (77.34)	247.6* (145.3)	200.6*** (72.02)
Composición Consejo	-99.25 (86.42)	-116.51 (100.59)	-189.9 (179.9)	-142.1* (72.25)
<i>Control</i>				
Consejeros Internos	195.7 (243.9)	467.7 (350.4)	-59.16 (505.7)	105.4 (262.5)
Tamaño Empresa	0.068*** (0.012)	0.037 (0.013)	0.105 (0.022)	0.081*** (0.031)
<i>Dummies temporales</i>				
D ₂₀₀₄				-969.9*** (264.6)
D ₂₀₀₅				-692.1** (283.1)
Constante	-1199 (648.2)	-1741 (822.4)	-88.24 (1225.1)	-29.91 (690.6)
R ² Ajustada	0.51	0.43	0.35	0.46
Hausman				0.407
Obs.	120	120	120	360

***, ** y * significativo al 1%, 5% y 10% respectivamente. Hausman es el p-valor del contraste de Hausman (1978).

En las tablas 4 y 5 se resumen los resultados de contrastar la hipótesis 3 a través de las ecuaciones 5 y 6, donde se especifica una relación cuadrática entre los resultados de la empresa y la retribución del equipo de alta dirección. En la tabla 4 se observa que la variable retribución del equipo de alta dirección al cuadrado tiene signo negativo y significativo en todos los modelos, tanto en los análisis de corte transversal por años como en el análisis de datos de panel. Esto reafirma la hipótesis de que existe un nivel óptimo a partir del cual los resultados

de la empresa empiezan a descender como consecuencia de una mayor discreción del equipo de alta dirección. Además, el signo de la variable nivel retributivo del equipo de alta dirección es positivo y significativo lo que implica que la retribución del equipo de alta dirección óptima es positiva. Por tanto, al aumentar la retribución del equipo de alta dirección en niveles bajos se producen incrementos en los resultados de la empresa derivados del efecto de supervisión, y en altos niveles se reducen los resultados de la empresa debido a la mayor discrecionalidad del equipo de alta dirección. Esto ayuda a explicar resultados contradictorios encontrados en la literatura previa.

Tabla 4. Modelo de resultados de la empresa con nivel retributivo de alta dirección

Variables	Regresión Lineal			Regresión Datos Panel
	2004	2005	2006	2004-2006
Exploratorias	Coeficiente (Error Estándar)	Coeficiente (Error Estándar)	Coeficiente (Error Estándar)	Coeficiente (Error Estándar)
<i>Hipótesis</i>				
TMC	0.016*** (0.004)	0.013* (0.007)	0.005 (0.004)	0.003** (0.001)
TMC ²	-3.79·10 ⁻⁶ *** (1.17·10 ⁻⁶)	-3.15·10 ⁻⁶ * (1.65·10 ⁻⁶)	-7.50·10 ⁻⁷ * (3.94·10 ⁻⁷)	-5.281·10 ⁻⁷ *** (2.01·10 ⁻⁷)
<i>Control</i>				
Tamaño Consejo	-0.173 (0.395)	-0.122 (0.569)	0.434 (0.603)	0.044 (0.287)
Composición Consejo	-0.312 (0.346)	-0.405 (0.496)	-0.415 (0.498)	-0.055 (0.264)
Tamaño Empresas	0.003·10 ⁻² (0.01·10 ⁻²)	-0.002·10 ⁻² (0.01·10 ⁻²)	-0.0001 (0.0001)	0.003·10 ⁻² (0.007·10 ⁻²)
<i>Dummies temporales</i>				
D ₂₀₀₄				0.384 (1.083)
D ₂₀₀₅				0.486 (1.023)
Constante	6.01 (3.87)	8.16 (5.45)	6.22 (5.69)	9.435 (3.242)
R ² Ajustada	0.18	0.16	0.14	0.16
Hausman				0.117
Obs.	120	120	120	360

***, ** y * significativo al 1%, 5% y 10% respectivamente. Hausman es el p-valor del contraste de Hausman (1978).

Hemos repetido el análisis en la tabla 5, considerando como variable explicativa el nivel retributivo ajustado del equipo de alta dirección. En este caso, se rechaza la hipótesis nula del test de Hausman, por lo que usamos el estimador entre grupos. De nuevo los resultados confirman la hipótesis 3 y el signo de las variables es el esperado. Por tanto, los resultados son robustos respecto a la especificación de la variable que mide la retribución del equipo de alta dirección.

Tabla 5. Modelo de resultados de la empresa con nivel retributivo ajustado de alta dirección

Variables	Regresión Lineal			Regresión Datos
	2004	2005	2006	Panel
Exploratorias	Coficiente (Error Estándar)	Coficiente (Error Estándar)	Coficiente (Error Estándar)	Coficiente (Error Estándar)
<i>Hipótesis</i>				
ATMC	0.019*** (0.005)	0.017* (0.009)	0.005 (0.004)	0.004** (0.001)
ATMC ²	-5.76·10 ⁻⁶ *** (1.87·10 ⁻⁶)	-5.68·10 ⁻⁶ * (2.98·10 ⁻⁶)	-1.03·10 ⁻⁶ * (0.54·10 ⁻⁶)	-7.65·10 ⁻⁷ *** (2.91·10 ⁻⁷)
<i>Control</i>				
Tamaño Consejo	-0.089 (0.399)	-0.128 (0.567)	0.492 (0.588)	0.034 (0.289)
Composición Consejo	-0.407 (0.354)	-0.432 (0.491)	-0.436 (0.507)	-0.064 (0.266)
Tamaño Empresa	0.006·10 ⁻² (0.01·10 ⁻²)	0.001·10 ⁻² (0.01·10 ⁻²)	0.0001 (0.0001)	0.002·10 ⁻² (0.007·10 ⁻²)
<i>Dummys temporales</i>				
D ₂₀₀₄				0.360 (1.087)
D ₂₀₀₅				0.516 (1.023)
Constante	6.41 (3.95)	8.67 (5.34)	6.11 (5.71)	9.819 (3.213)
R ²	0.16	0.16	0.14	0.15
Hausman Ajustado				0.001
Obs.	120	120	120	360

***, ** y * significativo al 1%, 5% y 10% respectivamente. Hausman es el p-valor del contraste de Hausman (1978).

5. CONCLUSIONES Y DISCUSIÓN

Las elevadas retribuciones que reciben los miembros del equipo de alta dirección, especialmente en las grandes empresas en las que existe separación entre propiedad y control, es un fenómeno que despierta tanto interés como polémica en el ámbito social y académico. La cuestión relativa a si la retribución que el equipo de alta dirección percibe es justa y está relacionada con los resultados de la empresa ha constituido el centro del debate científico (Gómez-Mejía y Wiseman, 1997; Perkins y Hendry, 2005). Desde la teoría de la agencia (Jensen y Meckling, 1976) se propone al consejo de administración como uno de los mecanismos de gobierno internos más eficaces para vigilar, supervisar, incentivar y motivar al equipo de alta dirección (Jensen, 1993; Daily *et al.*, 2003).

En este ámbito, el objetivo planteado en el estudio ha sido el de analizar los efectos que el tamaño y la composición del consejo de administración tienen en el nivel retributivo del equipo de alta dirección. Del mismo modo, se ha tratado de comprobar si, en el contexto del gobierno corporativo, la retribución del equipo de alta dirección tiene implicaciones en términos de resultados de la empresa, como consecuencia de su efecto potenciador de la capacidad supervisora del consejo de administración (Conyon y Peck, 1998; Doucouliagos *et al.*, 2007).

Con esta investigación se ha pretendido aportar nuevas evidencias en el campo de las relaciones entre retribución y consejo de administración. En primer lugar, aportando un análisis de dichas relaciones pero incorporando, además, los efectos de ambas en los resultados de la empresa, aspecto hasta la fecha poco

explorado (Core *et al.*, 1999; Doucouliagos *et al.*, 2007). En segundo lugar, comprobando si los postulados de agencia son extensibles al contexto español, caracterizado por fuertes concentraciones de propiedad y consejos muy intervenidos por los accionistas (Romero y Valle Cabrera, 2001; Salas, 2002; Sánchez y Lucas, 2008). En tercer lugar, indagando en los posibles efectos de convergencia que la reciente implantación de nuevas normas de buen gobierno pudieran tener sobre la eficiencia supervisora de los consejos de administración (Point y Tyson, 2006) y, por ende, en el diseño de las retribuciones del equipo de alta dirección (Conyon y Peck, 1998).

Los resultados del estudio evidencian que en aquellas empresas en las que el tamaño del consejo de administración es muy elevado, el nivel retributivo del equipo de alta dirección es mayor (Eisenberg *et al.*, 1998; Sanders y Carpenter, 1998). El incremento en el número de consejeros supone mayores problemas de coordinación y comunicación, lo que se asocia a un deficiente control sobre la actuación de los miembros del equipo de alta dirección, por lo que éstos cuentan con una mayor discrecionalidad para perseguir sus propios intereses, incluidos los que tienen que ver con aumentos de sus niveles retributivos (Finkelstein y Hambrick, 1996; Yermack, 1996). Se confirman, pues, los postulados de agencia y nuestros hallazgos son robustos y coinciden con la mayoría de la literatura que, en el ámbito internacional, también ponen de manifiesto esta relación positiva (De Andrés *et al.*, 2005).

Con relación a la composición del consejo de administración la evidencia ha sido más débil, algo también coherente con la literatura previa (Conyon y Peck, 1998). No obstante, en términos generales, se ha encontrado que cuando el porcentaje de consejeros externos es mayor, el nivel retributivo del equipo de alta dirección es menor. Los resultados indican que resulta positivo dotar de mayor independencia al consejo de administración a través de externos, limitando la discrecionalidad del equipo de alta dirección y moderando sus retribuciones (Boyd, 1994; Conyon y Peck, 1998). La falta de resultados más contundentes puede venir explicada por el hecho de que los consejos de administración de las empresas españolas ya están dominados por mayoría de externos –con porcentajes en torno al 70%–, de lo que se deduce que ya existe, según la perspectiva de agencia, una muy eficiente supervisión. Por lo tanto, la inclusión de consejeros externos adicionales no tiene efectos significativos en el nivel retributivo del equipo de alta dirección (Tosi y Gómez-Mejía, 1994). Asimismo, tal y como señalan Zajac y Westphal (1994) y Westphal y Zajac (1995), la independencia real de los consejeros externos es discutible desde el punto de vista de su selección y como consecuencia de las posibles similitudes demográficas y socioeconómicas. A pesar de ello, nuestros resultados nuevamente confirman las proposiciones de la teoría de la agencia; no obstante, como era de esperar, dichas relaciones se han mostrado más débiles que las relativas al tamaño del consejo y retribución del equipo de alta dirección (Core *et al.*, 1999).

Teniendo en cuenta que el tamaño y la composición del consejo de administración influyen tanto en su independencia como en su capacidad de supervisión y, consecuentemente, en el nivel retributivo de los miembros del equipo de alta dirección, la tercera hipótesis planteó si dicho nivel retributivo modera la relación entre el tamaño y composición del consejo y los resultados de la empresa (Perkins y Hendry, 2005). El análisis apoya el efecto incremental que tiene para los resultados de la empresa un menor nivel retributivo del equipo de alta dirección, lo que se relaciona con una mayor eficacia e independencia supervisora del consejo –derivada de un elevado tamaño y una pequeña proporción de externos–, confirmándose, así, los efectos moderadores de la retribución (Core *et al.*, 1999). En este sentido, se ha comprobado que el establecimiento de niveles retributivos comedidos facilitan las labores de supervisión del equipo de alta dirección y hace más eficaces los consejos de administración en el desempeño de esta labor. Además, se ha encontrado una relación curvilínea que resuelve

las contradicciones de la literatura (Cyert *et al.*, 2002; Dávila y Penalda, 2006): a medida que el nivel retributivo aumenta se supone que el sistema de supervisión va fallando –por un mayor número de miembros en el consejo o por una menor independencia de los mismos-, aprovechando el equipo de alta dirección esta situación para incrementar sus niveles retributivos, sin vincularlos, en la medida de sus posibilidades, al rendimiento de la empresa (Eisenhardt, 1989; Jensen y Murphy, 1990).

En definitiva, los resultados de este estudio son coherentes con la línea mayoritaria de la literatura sobre gobierno corporativo y vienen a aportar nuevas evidencias que refuerzan el papel de la retribución como mecanismo de supervisión eficiente que robustece el efecto y la acción del consejo de administración (Yermack, 1996; Daily *et al.*, 2003). Las empresas cotizadas españolas, a pesar de las diferencias en sus características sobre concentración de propiedad e intervención de los consejos con respecto a las anglosajonas (Salas, 2002), suelen adoptar las mismas decisiones sobre retribución de los miembros del equipo de alta dirección –moderando su cuantía total- cuando el tamaño del consejo es menor y está formado por una mayor proporción de consejeros externos. Asimismo, el menor nivel retributivo influye positivamente en los resultados de la empresa, teniendo un efecto moderador en la eficacia supervisora del consejo de administración. Respecto al ámbito español, es importante señalar que con este estudio se ha contribuido a mejorar la escasa evidencia empírica existente (Salas, 2002; Sánchez y Lucas, 2008) y se ha afianzado la idea de la homogeneidad de comportamientos en el ámbito internacional en el contexto de los mecanismos de control interno y, concretamente, en el del consejo de administración (Point y Tyson, 2006). La situación actual indica, en principio, una buena disposición del consejo a actuar como mecanismo de control eficaz e independiente, lo que pone de manifiesto cierta evolución positiva en los últimos años, aunque se observa que las recomendaciones del reciente Código Unificado de Buen Gobierno (2006) se están incorporando muy lentamente.

Por último, no se debe perder de vista que, aunque la literatura mayoritariamente coincide con los resultados de este trabajo, existe un número de estudios que claramente difieren o contradicen estas conclusiones. En este sentido, aunque no se ha podido comprobar directamente, creemos que es fundamental señalar que el análisis de los datos sugiere que los miembros del equipo de alta dirección que no forman parte del consejo de administración no se ven apenas afectados en sus niveles retributivos por el tamaño y la composición del consejo de administración y, por tanto, su análisis debe separarse de aquellos que ostentan cargos en el consejo. Tal y como afirman Carpenter y Sanders (2002), seguramente otras variables de enlace entre consejeros internos (incluido el CEO) y miembros del equipo de alta dirección no consejeros, relacionadas con las distintas responsabilidades, pueden tener más peso en su supervisión y en la determinación y modificación de sus niveles retributivos. Es, por tanto, necesaria la realización de nuevas investigaciones que contribuyan a delimitar mejor la situación actual de los consejos de administración y la influencia de los códigos de buen gobierno, así como a aclarar la influencia de sus mecanismos de control en la retribución del equipo de alta dirección.

Respecto a las principales limitaciones y líneas futuras de investigación es evidente, en primer lugar, que debería incluirse en el análisis la retribución variable, dada su importancia en el caso del equipo de alta dirección y sus implicaciones desde el punto de vista de la agencia. En segundo lugar, sería necesario utilizar datos correspondientes a un periodo mayor de tiempo para poder determinar con mayor precisión las relaciones entre variables. En tercer lugar, el hecho de que la muestra de empresas sea únicamente las cotizadas en el mercado de valores, supone dejar fuera un conjunto importante de compañías –especialmente societarias- que operan a través de consejos de administración y comités de dirección. Finalmente, este análisis debería

completarse con la inclusión de otras variables demográficas e individuales, tanto relativas a las características de consejeros como de los miembros del equipo de alta dirección, que permitieran un examen más holístico de la eficacia del consejo de administración, de su influencia en la retribución del equipo de alta dirección y de sus implicaciones en los resultados de la empresa.

6. BIBLIOGRAFÍA

- Agrawal, A.; Knoeber, C.R. (1996): Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 31, n. 3, pp. 377-397.
- Alexander, J.A.; Fennell, M.L.; Halpern, M.T. (1993): Leadership instability in hospitals: The influence of board-CEO relations and organizational growth and decline. *Administrative Science Quarterly*, vol. 38, pp. 74-99.
- Álvarez, M.D.; Neira, E. (1999): Determinantes del nivel de retribución y del porcentaje de retribución variable de la alta dirección. *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, vol. 8, n. 4, pp. 83-108.
- Baltagi, B.H. (2001): *Econometric Analysis of Panel Data*, Chichester: Wiley.
- Baysinger, B.; Hoskisson, R. (1990): The composition of boards of directors and strategic control: Effects on corporate strategy. *Academy of Management Review*, vol. 15, n. 1, pp. 72-87.
- Berle, A.A.; Means, G.C. (1932): *The modern corporation and private property*, New York: MacMillan.
- Bhagat, S.; Black, B.S. (2002): The non-correlation between board independence and long-term firm performance. *Journal of Corporation Law*, vol. 27, n. 2, pp. 231-273.
- Boyd, B.K. (1994): Board control and CEO compensation. *Strategic Management Journal*, vol. 15, n. 5, pp. 335-344.
- Boyd, B.K. (1995): CEO duality and firm performance: A contingency model. *Strategic Management Journal*, vol. 16, n. 4, pp. 301-312.
- Brickley, J.; Coles, J.; Terry, R. (1994): Outside directors and the adoption of poison pills. *Journal of Financial Economics*, vol. 35, n. 3, pp. 371-390.
- Byrd, J.W.; Hickman, K.A. (1992): Do outside directors monitor managers? *Journal of Financial Economics*, vol. 32, n. 2, pp. 195-221.
- Cadbury, A. (1992): *Report of the committee on the financial aspects of corporate governance*, London: Gee.
- Carpenter, M.A.; Sanders, G. (2002): Top management team compensation: The missing link between CEO pay and firm performance? *Strategic Management Journal*, vol. 23, n. 4, pp. 367-375.
- Chatterjee, S.; Harrison, J.S.; Bergh, D.D. (2003): Failed takeover attempts, corporate governance and refocusing. *Strategic Management Journal*, vol. 24, n. 11, pp. 87-96.
- Código Unificado de Buen gobierno (2006): Informe del grupo especial de trabajo sobre el buen gobierno de las sociedades cotizadas, CNMV, Madrid.
- Conyon, M.J.; Peck, S.I. (1998): Board control, remuneration committees, and top management compensation. *Academy of Management Journal*, vol. 41, n. 2, pp. 146-151.
- Core, J.E.; Holthausen, R.W.; Larcker, D.F. (1999): Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics*, vol. 51, n. 3, pp. 371-406.
- Cowherd, D.M.; Levine, D. (1992): Product quality and pay equity between lower-level employees and top management. *Administrative Science Quarterly*, vol. 37, pp. 302-320.

- Crespí-Cladera, R.; Gispert, C. (2003): Total board compensation, governance and performance of Spanish listed companies. *Labour*, vol. 17, pp. 103-126.
- Cyert, R.M.; Kang, S.; Kumar, P. (2002): Corporate governance, takeovers, and top-management compensation: Theory the evidence. *Management Science*, vol. 48, n. 4, pp. 453-469.
- Daily, C.M.; Dalton, D.R.; Cannella, A.A. (2003): Corporate governance: Decades of dialogue and data. *Academy of Management Review*, vol. 28, n. 3, pp. 371-382.
- Dávila, A.; Penalva, F. (2006): Governance structure and the weighting of performance measures in CEO compensation. *Review of Accounting Studies*, vol. 11, n. 4, pp. 463-493.
- De Andrés, P.; Azofra, V.; López, F.J. (2005): Corporate boards in OECD countries: Size, composition, functioning and effectiveness. *Corporate Governance: An International Review*, vol. 13, n. 2, pp. 197-210.
- Doucouliafos, H.; Haman, J.; Askary, S. (2007): Directors' remuneration and performance in Australian banking. *Corporate Governance: An International Review*, vol. 15, n. 6, pp. 1363-1383.
- Eisenberg, T.; Sundgreen, S.; Wells, M.T. (1998): Larger board size and decreasing firm value in small firms. *Journal of Financial Economics*, vol. 48, n. 1, pp. 35-54.
- Eisenhardt, K.M. (1989): Agency theory: An assessment and review. *Academy of Management Review*, vol. 14, n. 1, pp. 57-74.
- Fama, E.; Jensen, M.C., (1983): Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, vol. 26, pp. 301-325.
- Finkelstein, S.; Boyd, B.K. (1998): How much does the CEO matter? The role of managerial discretion in the setting of CEO compensation. *Academy of Management Journal*, vol. 41, n. 2, pp. 179-199.
- Finkelstein, S.; Hambrick, D.C. (1996): *Strategic leadership: Top executives an their effects on organizations*, St. Paul: West.
- Gómez-Mejía, L.R.; Sánchez, G. (2006): *La retribución y los resultados de la organización: Investigación y práctica retributiva*, Madrid: Prentice-Hall.
- Gómez-Mejía, L.R.; Wiseman, R.M. (1997): Reframing executive compensation: And assessment and outlook. *Journal of Management*, vol. 23, n. 3, pp. 291-374.
- Goodstein, J.; Gautman, K.; Boeker, W. (1994): The effects of board size and diversity on strategic change. *Strategic Management Journal*, vol. 15, pp. 241-250.
- Hausman, J.A. (1978): Specification Tests in Econometrics. *Econometrica*, vol. 46, n. 6, pp. 1251-1271.
- Hendry, J. (2002): The principal's other problems: Honest incompetence and the specification of objectives. *Academy of Management Review*, vol. 27, n. 1, pp. 98-173.
- Hermalin, B.E.; Weisbach, M.S. (2003): Boards of directors an endogenously determined institution: A survey of the economic literature. *Economic Policy Review*, vol. 9, n. 1, pp. 7-26.
- Heidrick & Struggles (2007): *Raising the bar: Corporate governance in Europe*, Chichago: Heidrick & Struggles International Inc.
- Jensen, M.C. (1993): The modem industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 6, n. 4, pp. 4-23.
- Jensen, M.C.; Meckling, W.H. (1976): Theory of the firm: Managerial behaviour, agency cost and ownership structure. *Journal of Financial Economic*, vol. 3, n. 4, pp. 305-360.

- Jensen, M.C.; Murphy, K.J. (1990): Performance and top management incentives. *Journal of Political Economy*, vol. 98, n. 2, pp. 225-264.
- Johnson, J.L.; Daily, C.M.; Ellstrand, A.E. (1996): Board of directors: A review and research agenda. *Journal of Management*, vol. 22, n. 3, pp. 409-438.
- Kini, O.; Kracow, W.; Mian, S. (1995): Corporate takeovers, firm performance and board composition. *Journal of Corporate Finance*, vol. 1, pp. 383-412.
- Klein, A. (2002): Audit committee, board of director characteristics and earnings management. *Journal of Accounting and Economics*, vol. 33, n. 3, pp. 375-400.
- Lipton, M.; Lorsch, J.W. (1992): A modest proposal of improved corporate governance. *Business Lawyer*, vol. 48, n. 1, pp. 59-77.
- Milkovich, G.T.; Newman, J.M. (2007): *Compensation*, 9th edition, New York: Irwin/McGraw-Hill.
- Pearce, J.A.; Zahra, S.A. (1992): Board compensation from a strategic contingency perspective. *Journal of Management Studies*, vol. 29, n. 4, pp. 411-438.
- Perkins, S.J.; Hendry, C. (2005): Ordering top pay: Interpreting the signals. *Journal of Management Studies*, vol. 42, n. 7, pp. 1443-1468.
- Point, S.; Tyson, S. (2006): Top pay transparency in Europe: Codes, convergence and cliché's. *International Journal of Human Resource Management*, vol. 17, n. 5, pp. 812-830.
- Romero, M.G.; Valle Cabrera, R. (2001): Strategy and manager's compensation: The Spanish case. *International Journal of Human Resource Management*, vol. 12, pp. 218-242.
- Rosenstein, S.; Wyatt, J.G. (1990): Outside directors, board independence, and shareholder wealth. *Journal of Financial Economics*, vol. 26, n. 2, pp. 175-191.
- Salas, V. (2002): *El gobierno de la empresa*, Barcelona: Colección de Estudios Económicos de La Caixa, 29.
- Sánchez, G.; Lucas, M.E. (2008): El nivel retributivo de los altos directivos de las empresas cotizadas españolas. *Boletín Económico del ICE*, n. 2938, pp. 37-51.
- Sanders, G.; Carpenter, M.A. (1998): Internationalization and firm performance: The roles of CEO compensation, top team composition, and board structure. *Academy of Management Journal*, vol. 41, n. 2, pp. 158-178.
- Tosi, H.L.; Gómez-Mejía, L.R. (1994): CEO compensation monitoring and firm performance. *Academy of Management Journal*, vol. 37, n. 4, pp. 1002-1016.
- Tosi, H.L.; Katz, J.P.; Gómez-Mejía, L.R. (1997): Disaggregating the agency contract: The effects of monitoring, incentive alignment, and term in office on agent decision making. *Academy of Management Journal*, vol. 40, n. 3, pp. 584-602.
- Tushman, M.; Nadler, D. (1978): Information processing as an integrating concept in organizational design. *Academy of Management Review*, vol. 3, n. 3, pp. 613-624.
- Westphal, J.D.; Zajac, E.J. (1995): Who shall govern? CEO/board power, demographic similarity and new director selection. *Administrative Science Quarterly*, vol. 40, n. 1, pp. 60-83.
- Yermack, D. (1996): Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, vol. 40, n. 2, pp. 185-211.
- Zajac, E.J.; Westphal, J.D. (1994): The costs and benefits of managerial incentives and monitoring in large U.S. corporations: When is more not better? *Strategic Management Journal*, vol. 15, n. 2, pp. 121-142.