

LA INFLUENCIA DE LAS REMUNERACIONES DE LOS CONSEJEROS EJECUTIVOS DE LAS EMPRESAS DEL IBEX 35 EN LA RENTABILIDAD FINANCIERA

MARÍA CONSUELO PUCHETA MARTÍNEZ

*Profesora Titular de Universidad.
Departamento de Finanzas y Contabilidad.
Universidad Jaume I*

REYES PORCAR QUEROL

Economista

Extracto:

EL objetivo de este trabajo es analizar cómo afecta la retribución de los consejeros ejecutivos de las empresas del Ibex 35 en la rentabilidad financiera. Como variables de control que podrían influir en la rentabilidad financiera de la empresa se han considerado el tamaño de la empresa, el ratio o nivel de endeudamiento, la rentabilidad económica, el número total de consejeros en el Consejo de Administración y, por último, el sueldo de los consejeros externos independientes. Los resultados obtenidos muestran que la remuneración de los consejeros ejecutivos no es estadísticamente significativa, por lo tanto, no influye en la rentabilidad de los propietarios de las empresas. Por otra parte, el *leverage* o ratio de endeudamiento y la rentabilidad económica se asocian de manera positiva con la rentabilidad financiera. Los resultados también manifiestan que no existe una relación, tanto lineal como no lineal, entre el número total de consejeros y la rentabilidad financiera; no influyendo tampoco en la misma ni el tamaño de la empresa ni la remuneración de los consejeros externos independientes. Cabe destacar que hemos realizado el mismo análisis para una submuestra de empresas tras haber excluido a las entidades financieras, pudiendo afirmar que estas organizaciones no sesgan los resultados anteriores, es decir, la remuneración de los consejeros ejecutivos sin considerar a las entidades financieras tampoco influye en la rentabilidad financiera empresarial.

Palabras clave: remuneración consejeros ejecutivos, rentabilidad financiera y Consejo Administración.

THE INFLUENCE OF THE REMUNERATION OF EXECUTIVE DIRECTORS OF THE IBEX 35 COMPANIES IN THE RETURN ON EQUITY

MARÍA CONSUELO PUCHETA MARTÍNEZ

*Profesora Titular de Universidad.
Departamento de Finanzas y Contabilidad.
Universidad Jaume I*

REYES PORCAR QUEROL

Economista

Abstract:

THE objective of this study is to analyze how executive director's remuneration of companies in the Ibex 35 affects the return on equity (ROE). As control variables that could affect the return on equity, we have considered the size of the company, the debt levels, the return on assets (ROA), the total number of directors and, the remuneration of independent directors. The results show that the remuneration of executive directors is not statistically significant; therefore, it does not affect the return on equity. On the other hand, the leverage and the return on assets are positively associated with return on equity. The results also demonstrate that there is not a relationship, both linear and nonlinear, between the total number of directors and the return on equity, as well as not affecting to the return on equity the company size and the remuneration of independent outside directors. Moreover, we performed the same analysis for a subsample of firms after excluding financial institutions and we can conclude that these firms do not bias the results above, i.e. the remuneration of executive directors, without taking into account financial firms, has no influence in the return on equity.

Keywords: executive compensation, return on equity and Board of Directors.

Sumario

1. Introducción.
2. Revisión de la literatura e hipótesis a contrastar.
3. Muestra, definición de variables y metodología.
 - 3.1. Muestra.
 - 3.2. Definición de variables y metodología.
4. Resultados obtenidos.
5. Conclusiones.

Bibliografía.

1. INTRODUCCIÓN

El objeto del siguiente trabajo de investigación es el análisis de la influencia de la remuneración de los ejecutivos de las 35 empresas con más liquidez en la rentabilidad financiera de las mismas.

La gran relevancia que han adquirido en los últimos años el gobierno corporativo y la ley de transparencia en las empresas sobre la rentabilidad de los consejeros, el tamaño y composición del Consejo de Administración, los resultados alcanzados por la empresa, el nivel retributivo de los altos directivos en las empresas cotizadas españolas y el papel que desempeñan los resultados de las compañías en las retribuciones de los directivos ha propiciado una serie de trabajos de corte empírico. No obstante, existen ciertos aspectos en relación a cómo afecta la remuneración de los consejeros ejecutivos en los resultados empresariales de las distintas entidades y en la productividad de las mismas, que todavía no han quedado definidos con claridad en los estudios que se han llevado a cabo en esta área, por lo que nuestra pretensión en este particular es dar luz e intentar aclarar en qué manera afectan las retribuciones de los consejeros ejecutivos de las empresas del Ibex 35 en la rentabilidad financiera de las mismas.

El directivo asume en su actividad diaria una gran responsabilidad social, pues debe velar por los intereses de los propietarios de la empresa, además de alcanzar los objetivos y cumplir con los distintos compromisos (AED, 1996).

En muchas empresas se produce el fenómeno de separación entre la propiedad y el control debido a la divergencia de intereses y objetivos entre la alta dirección o consejeros y los accionistas (crecimiento frente a creación de valor). La teoría de la agencia plantea los problemas que pueden surgir en una relación empresarial cuando una persona delega la autoridad de tomar decisiones a otra (GUERRAS y NAVAS, 2007).

Los consejeros ejecutivos y directivos no maximizan siempre el valor de los accionistas, pues tienen otros intereses como pueden ser retribuciones, incentivos, promoción, poder y prestigio, entre otros. Debido a lo explicado anteriormente y a la necesidad de compatibilizar y alinear objetivos entre directivos y accionistas, nace el gobierno corporativo y los mecanismos de control internos (supervisión directa y sistemas de incentivos) y externos (mercado de empresas, mercado de capitales, mercado de trabajo de directivos y de bienes y servicios finales).

El mejor instrumento para el control de la actuación de la alta dirección es el Consejo de Administración (CA), siendo el órgano de representación de los accionistas en la toma de decisiones.

Por esa divergencia entre los intereses de accionistas y consejeros y, sobre todo, con el objetivo claro de intentar mejorar los resultados empresariales, este trabajo puede aclarar y mejorar la manera en la que es más beneficioso para la empresa remunerar a sus directivos, con base en el análisis de la experiencia en distintas empresas, para que las organizaciones consigan el objetivo empresarial por autonomía en una economía de mercado: la continua creación de valor.

El estudio de la política de retribuciones de los directivos de las empresas del Ibx 35 resulta atractivo debido a la gran opacidad que ha existido sobre este particular en el contexto español. Además, es un tema que ha despertado interés y ha generado una gran polémica a lo largo del tiempo, sobre todo en los últimos años en el ámbito académico y social, debido a los sueldos excesivos (retribución fija y variable, dietas, atenciones estatutarias, opciones sobre acciones y otros beneficios sociales como anticipos, fondos y planes de pensiones...) cobrados por la alta cúpula de distintas empresas como son, por ejemplo, las financieras, deportivas, inmobiliarias, las de la industria y construcción y telecomunicaciones, entre otras. Estamos viviendo en una época de crisis moral, ya que mientras unos amasan cuantiosas fortunas, en nuestro país hay una tasa de desempleo considerable. Asimismo, además de las escandalosas remuneraciones, se ha evaluado el desempeño de los consejeros de las distintas empresas, ya que desde que se aprobara en 2006 el nuevo Código Unificado de Buen Gobierno (CUBG, 2006), las empresas españolas que cotizaban en bolsa tuvieron que adaptarse a los nuevos estándares y presentar, a partir del 2007, su información de buen gobierno corporativo. Cabe destacar que la empresa Consultores de Gobierno Corporativo (CGC) elaboró el primer informe sobre buen gobierno de todas las empresas españolas incorporadas en el Ibx 35, y estableció un *ranking* en función de la puntuación (oscilaba entre 0 y 10) obtenida por cada empresa. Los aspectos más importantes para establecer la clasificación fueron, entre otros, la estructura y características de los CA, los derechos de los accionistas, los contratos de blindaje, la remuneración del Consejo y la alta dirección, la transparencia en la información y la responsabilidad social corporativa.

Los resultados señalaron que Indra, Bankinter y Ferrovial eran las empresas que encabezaban el *ranking*, mientras que el resto de sociedades analizadas (excepto Arcelor, al tener su sede fuera de España, presenta información diferente al resto y los resultados no serían uniformes) presentaban resultados entre 4, 5 y 7. Para elaborar el *ranking* la empresa CGC elaboró 231 aspectos o requisitos que debe reunir una organización, desglosados, a su vez, en distintas categorías (la que tuvo más peso a la hora de puntuar fue las características de los CA), concretamente en 10. Cabe destacar que en este *ranking* de gobierno corporativo los resultados se agrupan en función del sector al que pertenecen las empresas, siendo el sector de bienes de consumo, petróleo y energía, y servicios financieros e inmobiliarios los que mayor puntuación obtuvieron, alcanzando una media de 6,15.

Desde un punto de vista más generalista, la situación del gobierno corporativo en nuestro país, según se puede extraer de las conclusiones del estudio realizado por la consultora Heidrick & Struggles, aunque ligeramente por debajo de la media europea, se encuentra por encima de ciertos países importantes e influyentes en el panorama europeo como son Italia, Bélgica e incluso superior a Alemania. No obstante, aún es necesario mejorar e invertir más esfuerzos en este campo para llegar a

los niveles de otros países como Gran Bretaña, Suiza o Suecia, entre otros (CORELLA: Periódico *CincoDías*, 23 de marzo de 2006).

Hay que destacar los diferentes esfuerzos que, desde la gran mayoría de las empresas que cotizan en bolsa en nuestro país, y especialmente las empresas insertas en el Ibex 35, se han realizado con el fin de mejorar el cumplimiento de las recomendaciones del Código Conthe (CUBG, 2006) y que, progresivamente, están dando sus frutos.

Como prueba de ello, es importante resaltar el dato de que las empresas del Ibex 35, en el año 2009, cumplieron un 2,6 por 100 más de las recomendaciones del Código Conthe que en el año anterior, llegando el cumplimiento en el año 2009 al 87,5 por 100 de las recomendaciones, un dato que, si bien hay que tomar con prudencia, puesto que durante este periodo abandonaron el mencionado índice bursátil dos de las empresas cuyo seguimiento de las citadas recomendaciones era inferior a la media, es lo suficientemente significativo y pone de manifiesto el incremento en la transparencia y el buen hacer de las empresas del Ibex 35 desde que se implantó el CUBG en el año 2006 en nuestro país (Periódico *Europapress*, 14 de junio de 2010) ¹.

En la revisión de la literatura no existe un acuerdo sobre la sensibilidad de la rentabilidad financiera respecto a las remuneraciones de los ejecutivos. Algunos trabajos señalan que existe una relación clara y lineal mientras que otras investigaciones desestiman la existencia de cualquier vínculo entre ambas variables.

El trabajo se va a estructurar en cinco apartados. Tras esta introducción, en la que se ha considerado el objetivo del trabajo, la justificación del marco en el que se desarrolla y los motivos que explican por qué el trabajo es interesante realizarlo en el contexto español; en el segundo apartado se realizará la revisión previa de la literatura, planteando la hipótesis a contrastar. En el tercer y cuarto punto se considerará la muestra y la metodología del trabajo y se analizarán los resultados obtenidos, respectivamente. Por último, se hará una conclusión sobre el trabajo indicando las limitaciones del mismo, así como futuras líneas de investigación.

2. REVISIÓN DE LA LITERATURA E HIPÓTESIS A CONTRASTAR

Si partimos de la teoría de la agencia (JENSEN y MECKLING, 1976) que explica la separación del poder y control empresarial, y los problemas que pueden surgir cuando una persona (principal o propietario) delega en otra (agente o directivo) el poder de la toma de decisiones, podemos observar como la función de utilidad de los directivos tiene sobre todo componentes monetarios: elevadas retribuciones, contratos de blindaje, bonus e incentivos. En definitiva, la amplia discrecionalidad de los directivos puede llevar a tomar decisiones que se alejan de la creación de valor y, por lo tanto, afectar a los intereses de los accionistas, es decir, aparecen discrepancias entre los intereses de los «principales» y «agentes».

¹ Las empresas del Ibex 35 elevan el cumplimiento de las recomendaciones de buen gobierno hasta el 87,5 por 100. Periódico *Europapress*, 14 de junio. Disponible en: <http://www.europapress.es/>

Una solución para la mejora de los conflictos de agencia podría ser la mejora de los canales de información. No obstante, las distintas partes nunca tendrían la misma información, ya que los directivos poseen más información que los propietarios (problemas de información asimétrica).

El consejero ejecutivo de una empresa buscará maximizar el beneficio de la empresa, siendo este un objetivo a corto plazo que no asegura que la empresa, a largo plazo, funcione bien, contablemente fácil de manipular, por lo que en ocasiones los consejeros ejecutivos y la cúpula directiva maquillan los estados financieros con tal de satisfacer sus intereses personales y, de forma contraria a los accionistas, cuando se disponen a realizar una inversión, no consideran el riesgo.

Por lo tanto, para asegurar que los consejeros ejecutivos buscarán los intereses de los propietarios, existen leyes y regulaciones que protegen a los inversores de forma efectiva, destacando la Ley de Transparencia (Ley 26/2003, de 17 de julio), en la que se recogen los deberes de información y transparencia, la definición y régimen de los deberes de los administradores, especialmente en el ámbito del conflicto de intereses, y la obligación de dotarse de un conjunto de mecanismos en materia de gobierno corporativo que comprendan, entre otros, un reglamento del CA, así como de la junta general.

Además, cabe destacar la aprobación por parte de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) del Código Conthe (CUGC, 2006) estableciendo «Que el Consejo asuma, como núcleo de su misión, aprobar la estrategia de la compañía y la organización precisa para su puesta en práctica, así como supervisar y controlar que la Dirección cumple los objetivos marcados y respeta el objeto e interés social de la compañía. Y que, a tal fin, el Consejo se reserve la competencia de aprobar: a) las políticas y estrategias generales de la sociedad y, en particular: vi) la política de retribuciones y evaluación del desempeño de los altos directivos».

Podemos encontrar numerosas líneas de investigación sobre el tema propuesto. Un gran número de trabajos teóricos y empíricos sugieren que la remuneración de la alta dirección está asociada negativamente o la relación es inexistente con la rentabilidad financiera (DUFFHUES y KABIR, 2007), mientras que otros autores afirman que hay una relación positiva entre ambas variables (MURPHY, 1985) o que en el corto plazo la retribución de la alta cúpula directiva está positivamente relacionada con los resultados empresariales (FERRERO *et al.*, 2009). Asimismo, hemos encontrado que el nivel retributivo influye en los resultados de la empresa, y que tiene un efecto moderador en la relación entre el CA y los resultados empresariales, es decir, a menor retribución de los directivos mejores son los resultados obtenidos por las empresas (SÁNCHEZ y LUCAS, 2008). Por otra parte, existen investigaciones que han comprobado que los resultados de la empresa tienen un impacto positivo en el nivel retributivo del equipo de la alta dirección (SÁNCHEZ *et al.*, 2009).

El resultado y funcionamiento empresarial se ve afectado, entre otras cosas, por la eficiencia y eficacia del trabajo de los directivos, por este motivo la retribución debe estar relacionada con los resultados empresariales ².

Un estudio realizado en los años 80 y 90 cogiendo una muestra de 99 empresas británicas ratifican que existe una relación positiva entre la remuneración de los consejeros ejecutivos y la rentabilidad para los accionistas (puede verse GUY, 2000).

² Véase en <http://www.eco.ub.es/~escard/RRHH06-Retribucion.pdf>

Como hemos podido observar, algunas corrientes y líneas de investigación aseguran que la remuneración de la dirección de una empresa se relaciona de una forma positiva con la rentabilidad financiera generada por la misma, es decir, a mayor remuneración de los consejeros, el trabajo de los mismos será más eficiente, y a su vez estos velarán de una manera más comprometida por los intereses de la empresa, ya que sus propios intereses se verán más que satisfechos con su remuneración o salario, por lo que estarán más centrados en conseguir los objetivos de la organización y alcanzar sus metas. En definitiva, aumentará su capacidad para maximizar el valor de la empresa, olvidándose del punto de vista individual a la hora de la toma de decisiones, para adoptar un punto de vista más global y centrado en la mencionada creación de valor de la propia empresa.

No obstante, una vez realizada la revisión de la literatura, al igual que los autores DUFFHUES y KABIR (2007), pensamos que hay una relación negativa entre la remuneración de los consejeros ejecutivos y la rentabilidad financiera, ya que siempre ha existido y persiste hasta el día de hoy una discrepancia de objetivos e intereses entre los consejeros y los propietarios de las empresas. Los consejeros, como seres humanos que son, buscan de manera innata su propio beneficio, incluso en muchas ocasiones de manera involuntaria y, en ciertos casos, estos son diferentes de los objetivos de la propia empresa. Los consejeros ejecutivos deberían administrar la empresa y tomar decisiones en interés de los accionistas pero, en un alto porcentaje de los casos, la divergencia de objetivos, los individuales de los consejeros y los de los accionistas (y por tanto los de la propia empresa) no convergen, produciéndose en ciertos casos una explosión de conflictos entre ambas partes. Por lo tanto, la hipótesis nula planteada en este trabajo es la siguiente:

H₀: *La remuneración de los consejeros ejecutivos influye negativamente en la rentabilidad financiera de las empresas del Ibx 35.*

3. MUESTRA, DEFINICIÓN DE VARIABLES Y METODOLOGÍA

3.1. Muestra

La muestra está formada por las 35 empresas que conforman el Ibx 35 en el año 2009. Se han seleccionado estas organizaciones, ya que son las 35 empresas con más liquidez que cotizan en el SIBE (Sistema de Interconexión Bursátil Español) en las cuatro bolsas españolas (Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia). No obstante, hemos formado una segunda muestra de 29 observaciones, prescindiendo de las 6 entidades financieras: BBVA, Banco Sabadell, Banesto, Banco Popular, Santander y Bankinter, puesto que son las que tienen un *leverage* o ratio de endeudamiento más elevado por el tipo de actividad a la que se dedican. Esta segunda muestra la hemos utilizado para comprobar si las entidades financieras podrían sesgar los resultados de la muestra total por el motivo aducido.

Los datos de la remuneración de los ejecutivos, de los consejeros externos independientes y el número total de consejeros los hemos obtenido del Informe sobre gobierno corporativo del año 2009 que podemos encontrarlo en los registros oficiales de la CNMV. En cuanto a los ratios de ren-

tabilidad financiera, tamaño de la empresa, *leverage* o endeudamiento y rentabilidad económica han sido calculados a partir de los datos reflejados en las cuentas anuales de los ejercicios 2008 y 2009 (algunas variables se han calculado con valores medios, por ello hemos necesitado datos de dos ejercicios económicos consecutivos), obtenidos de los Informes financieros de la CNMV. Adicionalmente, para conseguir información, tanto financiera como de gobierno corporativo de una de las empresas, concretamente de Arcelor Mittal, hemos tenido que acudir a su página web corporativa, ya que, a fecha de hoy, los últimos informes publicados son del 2006 y 2003, respectivamente.

3.2. Definición de variables y metodología

En el estudio se ha utilizado como variable dependiente el ratio de la rentabilidad de los accionistas o financiera (RF %), calculada como el cociente entre el beneficio después de intereses y antes de impuestos (BDIAI) y el saldo medio (años 2008 y 2009) del neto patrimonial, ya que consideramos que es el ratio que mejor refleja el funcionamiento y evolución de las empresas, pues el objetivo por excelencia de los accionistas es incrementar su propia rentabilidad. Hemos definido como variable independiente el logaritmo neperiano de la remuneración de los consejeros ejecutivos (RemEjec). Cabe destacar que se ha aplicado el logaritmo neperiano con tal de deflactar la variable y hacer más fácil la comparación entre estas, ya que algunas remuneraciones divergían sustancialmente del resto. El signo predicho para esta variable es negativo, puesto que creemos que si la alta cúpula de las empresas recibe remuneraciones desorbitadas es consecuencia de la falta de control por parte del CA y, por lo tanto, tendrá una repercusión negativa en la rentabilidad de los representados de dicho órgano.

Por otra parte hemos introducido en el modelo seis variables de control. La primera variable que consideramos es el tamaño de la empresa (Tam). Algunos autores (SÁNCHEZ y LUCAS, 2008; FINKELSTEIN y BOYD, 1998) lo miden como el número de empleados medio anual. Sin embargo, en este trabajo utilizaremos el logaritmo neperiano del total de activos de las empresas, pues pensamos que puede reflejar con más claridad cómo de grande es una organización. En este caso también hemos utilizado el logaritmo para deflactar la variable. Dado que el tamaño dependerá de la estructura financiera de la empresa, de la gestión de la misma y del sector en el que se opera, no predecimos ningún signo concreto, pudiendo ofrecer un signo tanto positivo como negativo. Por ejemplo, organizaciones con grandes volúmenes de activo (empresas industriales), la rotación de los mismos será baja y, por tanto, el origen de sus beneficios es el margen. Al contrario pasa con las empresas del sector servicios.

Otra variable de control es el *leverage* o ratio de endeudamiento (Lev), medida como el cociente entre la financiación ajena total que reciben las empresas y el total de activo de las mismas. El signo esperado puede ser positivo o negativo. En este sentido podemos encontrarnos dos situaciones: efecto apalancamiento financiero positivo ($RE > \text{coste de las deudas}$) y efecto apalancamiento financiero negativo ($RE < \text{coste de las deudas}$). Como podemos observar el nivel de endeudamiento es un arma de doble filo, ya que en situaciones de bonanza económica las empresas con un mayor grado de endeudamiento ofrecerán una rentabilidad financiera superior al de aquellas que no se han endeudado, suponiendo que en estas situaciones las empresas son capaces de obtener una rentabilidad económica superior al coste de los recursos ajenos y viceversa (ARAGÓ y CABEDO, 2003).

Otra variable que consideramos es la rentabilidad económica (RE %), muy unida a la rentabilidad financiera. En estudios realizados con anterioridad ha sido calculada a partir del cociente entre el margen de explotación y activo total (DUFFHUES y KABIR, 2008; FERRERO *et al.*, 2009). En nuestro caso hemos decidido calcularla como el cociente entre beneficios antes de intereses e impuestos (BAII) y el saldo medio del activo total de los años 2008 y 2009. El signo que esperamos es positivo, ya que a mayor beneficio obtenido por la empresa por cada euro invertido en su activo, mayor será el beneficio obtenido por el accionista por cada euro invertido en la empresa.

Por otra parte pensamos que el número total de consejeros del CA, medida como NTC, puede afectar a la variable dependiente del modelo, ya que el tamaño del CA puede influir en la labor supervisora y en la calidad de las decisiones. Según el trabajo de PEARCE y ZAHRA (1992), a mayor tamaño del consejo mayor control sobre los directivos, lo que se convierte en una mayor eficacia del gobierno corporativo. Otros autores respaldan que un elevado tamaño del CA acarrea no tomar decisiones adecuadas, además de influir negativamente en la comunicación entre las personas o consejeros (O'REILLY *et al.*, 1989). SALAS (2002) entiende que el número óptimo de consejeros está entre 5 y 10, nunca debiendo superar los 15. A priori es difícil saber si el NTC afectará positiva, negativamente o no tendrá ninguna repercusión en la rentabilidad de los propietarios de las empresas, por lo que en el modelo hemos analizado si hay una relación lineal entre la variable NTC y la rentabilidad financiera, así como también se ha estudiado si hay una relación no lineal, concretamente cuadrática, entre la variable NTC y la rentabilidad financiera (PUCHETA y DE FUENTES, 2008), calculando para ello NTC al cuadrado (NTC²). El signo esperado para ambas variables, por lo explicado anteriormente, puede ser tanto positivo como negativo.

Por último, se ha tenido en cuenta la remuneración de los consejeros externos independientes, medida como RemExtInd, ya que somos de la opinión que al ejercer una verdadera función de control sobre los consejeros ejecutivos por su posición independiente, velarán por los intereses de los accionistas. La variable se ha calculado como el logaritmo neperiano de la retribución anual de los mismos. Para esta variable esperamos un signo positivo, pues los consejeros independientes son uno de los pilares de buen gobierno corporativo. Al cumplir la característica de «independencia» incrementará el valor a largo plazo, tanto para los accionistas como para los demás grupos de interés, cumpliendo de forma efectiva su labor. Además, su retribución depende del número de reuniones celebradas por el CA y de las comisiones que presidan y el tipo de empresa a la que pertenecen, entre otros, es decir, se les retribuye en función de su trabajo (a mayor trabajo más elevada será la retribución) y, difícilmente, estos podrán maquillar informes y actuar en beneficio propio.

Una vez analizadas la variable dependiente, la independiente y las de control, contrastamos el siguiente modelo para testar la hipótesis nula:

$$RF(\%) = \beta_0 + \beta_1 \text{ RemEjec}_i + \beta_2 \text{ Tam}_i + \beta_3 \text{ Lev}_i + \beta_4 \text{ RE}(\%)_i + \beta_5 \text{ NTC}_i + \beta_6 \text{ NTC}_i^2 + \beta_7 \text{ RemExtInd}_i + \varepsilon_i$$

Como se puede observar en el modelo que hemos propuesto, la rentabilidad financiera (RF %) varía en función de la remuneración de los consejeros ejecutivos, tamaño de las organizaciones, nivel

de endeudamiento o *leverage*, rentabilidad económica, número total de consejeros del CA y de la remuneración de los consejeros externos independientes.

Como hemos podido observar anteriormente hemos utilizado un modelo de regresión lineal con una variable exógena, endógena y seis variables de control. Como en todo modelo econométrico se ha introducido una perturbación aleatoria o término error que representa un conjunto de variables independientes que afectan a la rentabilidad financiera (variable dependiente) indirectamente, pero no aparecen explícitamente en el modelo.

4. RESULTADOS OBTENIDOS

En este apartado vamos a presentar los resultados alcanzados. En la **tabla 1**, panel A y B, se muestran respectivamente los estadísticos descriptivos de la muestra total de empresas del Ibex 35 y de la submuestra de empresas, tras haber excluido a las entidades financieras. Se puede observar en la tabla 1, panel A y B, que la media de la rentabilidad financiera (RF %) para la muestra total del Ibex 35 es del 16,76 por 100, mientras que para la submuestra es 16,85 por 100; siendo ambas medias muy similares. El estadístico más destacable es el *leverage*. La media del nivel de endeudamiento del total de empresas de la muestra se sitúa en el 61,90 por 100, mientras que para la submuestra, tras excluir las 6 entidades financieras, se sitúa en un 55,30 por 100.

Por otra parte, en el panel A se aprecia que para el total de la muestra, la media de la remuneración de los consejeros ejecutivos es de 15, expresada como logaritmo neperiano de las remuneraciones consideradas en miles de euros. Además, podemos observar que el tamaño de las empresas o total de activo oscila alrededor del 23, también expresada como logaritmo neperiano del total activos de las empresas consideradas en miles de euros y la media del beneficio obtenido por las empresas por cada euro invertido en su activo (RE %) es de 6,37 por 100. Finalmente, la media del número total de consejeros del CA se encuentra en 14,25 miembros, mientras que la de la remuneración de los consejeros externos independientes alcanza el 12,7.

Si nos fijamos en los datos de la muestra tras excluir las entidades financieras, es decir, en el panel B, podemos ver que los valores de las variables son muy similares a los de la muestra total, a excepción del dato del *leverage* que ya se ha mencionado, y la RE (%) que se sitúa en el 7,40 por 100, aproximadamente 1 punto porcentual más que cuando también se tienen en cuenta a las entidades financieras. De esta manera podemos afirmar que las entidades financieras son las organizaciones más endeudadas del Ibex 35, ya que se financian principalmente con los fondos prestados por sus clientes, además de que obtienen una menor rentabilidad económica que el resto de empresas del selectivo.

En cuanto a la asimetría, fijándonos en el panel A y B, podemos afirmar que no existe asimetría en la distribución, ya que los valores, tanto para la muestra de 35 observaciones como para aquella en la que se excluyen las entidades financieras (0,398 y 0,434 respectivamente), no son superiores a 1,96.

Cabe hacer mención a la curtosis, de la que podemos señalar, una vez analizados los valores de ambas muestras (0,778 y 0,845 respectivamente), que la distribución no se aleja de la distribución normal.

TABLA 1. Estadísticos descriptivos.

Panel A. Muestra del Ibx total (N = 35)

	N	Rango		Mínimo		Máximo		Suma		Media		Desv. Tip.		Varianza		Asimetría		Curtosis	
		Estadístico	Estadístico	Estadístico	Estadístico	Estadístico	Estadístico	Estadístico	Estadístico	Estadístico	Estadístico	Estadístico	Estadístico	Estadístico	Estadístico	Estadístico	Estadístico	Estadístico	Estadístico
Rf (%)	35	127,65	-29,25	98,39	16,76	20,89	436,19	1,332	0,398	6,513	0,778	0,398	0,778						
RemEjec	35	5,21	12,22	17,42	15,04	1,14	1,30	-0,116	0,398	0,193	0,778	0,398	0,778						
Tam	35	6,97	19,79	26,75	22,92	1,77	3,13	0,136	0,398	-0,607	0,778	0,398	0,778						
Lev	35	91,30	4,76	96,06	61,92	25,57	653,60	-0,464	0,398	-0,556	0,778	0,398	0,778						
Re	35	34,54	-8,48	26,06	6,38	7,55	57,00	0,803	0,398	1,025	0,778	0,398	0,778						
NTC	35	15,00	9,00	24,00	14,26	3,63	13,20	0,475	0,398	0,102	0,778	0,398	0,778						
NTC2	35	495,00	81,00	576,00	216,09	110,81	12.279,61	1,149	0,398	1,890	0,778	0,398	0,778						
RemExtInd	35	15,20	0,00	15,20	12,79	3,28	10,76	-3,634	0,398	12,952	0,778	0,398	0,778						
N válido (según lista)																			

Rf (%): Rentabilidad financiera o de los accionistas = Beneficios después de intereses y antes de impuestos/Saldo medio neto patrimonial \times 100

RemEjec: Remuneración de los consejeros ejecutivos = Logaritmo neperiano de la remuneración de los consejeros ejecutivos

Tam: Tamaño de la empresa = Logaritmo neperiano del total activos de la empresa

Lev: *Leverage* o nivel de endeudamiento = Financiación ajena total/Total activo de la empresa \times 100

Re: Rentabilidad económica = Beneficio antes de intereses e impuestos/Saldo medio total activo \times 100

NTC: Número total de consejeros que forman el CA

RemExtInd: Remuneración de los consejeros externos independientes = Logaritmo neperiano de la remuneración de los consejeros externos independientes

Panel B. Muestra tras haber excluido las entidades financieras (N = 29)

	N	Rango		Mínimo		Máximo		Suma		Media		Desv. Típ.		Varianza		Asimetría		Curtosis	
		Estadístico	Estadístico	Estadístico	Estadístico	Estadístico	Estadístico	Estadístico	Estadístico	Estadístico	Estadístico	Estadístico	Estadístico	Estadístico	Estadístico	Estadístico	Estadístico	Estadístico	Estadístico
Rf (%)	29	127,65	-29,25	98,39	488,80	16,86	22,88	523,55	1,231	0,434	5,202	0,845							
RemEjec	29	5,21	12,22	17,42	431,65	14,88	1,11	1,22	-0,185	0,434	0,306	0,845							
Tam	29	5,26	20,07	25,33	654,60	22,57	1,42	2,01	0,050	0,434	-0,433	0,845							
Lev	29	87,54	4,76	92,30	1.604,03	55,31	22,99	528,33	-0,461	0,434	-0,344	0,845							
Re	29	34,54	-8,48	26,06	214,68	7,40	7,92	62,77	0,495	0,434	0,666	0,845							
NTC	29	15,00	9,00	24,00	411,00	14,17	3,77	14,22	0,509	0,434	0,197	0,845							
NTC2	29	495,00	81,00	576,00	6.223,00	214,59	115,10	13.247,04	1,222	0,434	2,161	0,845							
RemExtInd	29	15,12	0,00	15,12	376,63	12,99	2,59	6,73	-4,752	0,434	24,481	0,845							
N válido (según lista)																			

Rf (%): Rentabilidad financiera o de los accionistas = Beneficios después de intereses y antes de impuestos/Saldo medio neto patrimonial \times 100

RemEjec: Remuneración de los consejeros ejecutivos = Logaritmo neperiano de la remuneración de los consejeros ejecutivos

Tam: Tamaño de la empresa = Logaritmo neperiano del total activos de la empresa

Lev: *Leverage* o nivel de endeudamiento = Financiación ajena total/Total activo de la empresa \times 100

Re: Rentabilidad económica = Beneficio antes de intereses e impuestos/Saldo medio total activo \times 100

NTC: Número total de consejeros que forman el CA

RemExtInd: Remuneración de los consejeros externos independientes = Logaritmo neperiano de la remuneración de los consejeros externos independientes

También se ha evaluado si existen problemas de multicolinealidad, calculando para ello los coeficientes Rho de Spearman. La **tabla 2**, panel A y B, refleja los resultados de correlación para el total de la muestra y para la submuestra de empresas, tras haber excluido a las entidades financieras. Como se puede observar en la tabla 2, la correlación entre algunos pares de variables es significativa al 1 por 100 y 5 por 100 de nivel de significación. Cabe señalar que existe multicolinealidad imperfecta cuando los coeficientes de correlación simples entre dos regresores son muy altos, es decir, mayor o igual a 0,8 (PUCHETA y DE FUENTES, 2008). En ninguna de las dos muestras los coeficientes presentan valores iguales o superiores a 0,8, por lo que podemos indicar que no hay importantes problemas de multicolinealidad. Las variables (NTC) y (NTC)², cuyo coeficiente es igual a 1, se pueden expresar como combinación lineal de otra.

TABLA 2. Coeficientes de correlación de Spearman

Panel A. Muestra del Ibx total (N = 35)

		Correlaciones										RemExtInd
Rho de Spearman	Rf (%)	Rf (%)	RemEjec	Tam	Lev	Re	NTC	NTC2	RemExtInd			
	Coefficiente de correlación	1,000	0,075	-0,341*	0,193	0,557**	-0,133	-0,133	-0,004			
	Sig. (bilateral)		0,669	0,045	0,267	0,001	0,447	0,447	0,980			
	N	35	35	35	35	35	35	35	35			
	RemEjec	Coefficiente de correlación	1,000	0,307	0,129	0,085	0,152	0,152	0,493**			
	Sig. (bilateral)			0,073	0,461	0,629	0,383	0,383	0,003			
	N	35	35	35	35	35	35	35	35			
	Tam	Coefficiente de correlación	0,307	1,000	0,257	-0,469**	0,313	0,313	0,210			
	Sig. (bilateral)		-0,341*		0,135	0,005	0,068	0,068	0,225			
	N	35	35	35	35	35	35	35	35			
	Lev	Coefficiente de correlación	0,129	0,257	1,000	-0,525**	0,034	0,034	0,044			
	Sig. (bilateral)		0,461	0,135		0,001	0,848	0,848	0,803			
	N	35	35	35	35	35	35	35	35			
	Re	Coefficiente de correlación	0,085	-0,469**	-0,525**	1,000	-0,121	-0,121	0,088			
	Sig. (bilateral)		0,629	0,005	0,001		0,490	0,490	0,617			
	N	35	35	35	35	35	35	35	35			
	NTC	Coefficiente de correlación	0,152	0,313	0,034	-0,121	1,000	1,000**	0,059			
	Sig. (bilateral)		0,383	0,068	0,848	0,490			0,738			
	N	35	35	35	35	35	35	35	35			

.../...

Correlaciones									
	Rf (%)	RemEjec	Tam	Lev	Re	NTC	NTC2	RemExtHnd	
...									
NTC2	-0,133	0,152	0,313	0,034	-0,121	1,000**	1,000	0,059	
	Coefficiente de correlación								
	Sig. (bilateral)	0,447	0,068	0,848	0,490			0,738	
	N	35	35	35	35	35	35	35	
RemExtHnd	-0,004	0,493**	0,210	0,044	0,088	0,059	0,059	1,000	
	Coefficiente de correlación								
	Sig. (bilateral)	0,980	0,225	0,803	0,617	0,738	0,738		
	N	35	35	35	35	35	35	35	

* La correlación es significativa al nivel 0,05 (bilateral).

** La correlación es significativa al nivel 0,01 (bilateral).

Panel B. Muestra tras haber excluido las entidades financieras (N = 29)

Correlaciones									
	Rf (%)	RemEjec	Tam	Lev	Re	NTC	NTC2	RemExtHnd	
Rho de Spearman	1,000	0,088	-0,426*	0,192	,664**	-0,101	-0,101	0,046	
	Coefficiente de correlación								
	Sig. (bilateral)	0,649	0,021	0,318	0,000	0,604	0,604	0,811	
	N	29	29	29	29	29	29	29	
RemEjec	0,088	1,000	0,376*	-0,057	0,211	0,172	0,172	0,414*	
	Coefficiente de correlación								
	Sig. (bilateral)	0,649	0,044	0,768	0,271	0,372	0,372	0,025	
	N	29	29	29	29	29	29	29	
Tam	-0,426*	0,376*	1,000	0,027	-0,444*	0,337	0,337	0,404*	
	Coefficiente de correlación								.../...

Correlaciones									
		Rf (%)	RemEjec	Tam	Lev	Re	NTC	NTC2	RemExtInd
...		0,021	0,044		0,889	0,016	0,074	0,074	0,030
	Sig. (bilateral)	29	29	29	29	29	29	29	29
Lev	Coefficiente de correlación	0,192	-0,057	0,027	1,000	-0,392*	0,060	0,060	-0,064
	Sig. (bilateral)	0,318	0,768	0,889		0,035	0,759	0,759	0,743
	N	29	29	29	29	29	29	29	29
Re	Coefficiente de correlación	0,664**	0,211	-0,444*	-0,392*	1,000	-0,187	-0,187	0,116
	Sig. (bilateral)	0,000	0,271	0,016	0,035		0,331	0,331	0,548
	N	29	29	29	29	29	29	29	29
NTC	Coefficiente de correlación	-0,101	0,172	0,337	0,060	-0,187	1,000	1,000**	0,121
	Sig. (bilateral)	0,604	0,372	0,074	0,759	0,331			0,531
	N	29	29	29	29	29	29	29	29
NTC2	Coefficiente de correlación	-0,101	0,172	0,337	0,060	-0,187	1,000**	1,000	0,121
	Sig. (bilateral)	0,604	0,372	0,074	0,759	0,331			0,531
	N	29	29	29	29	29	29	29	29
RemExtInd	Coefficiente de correlación	0,046	0,414*	0,404*	-0,064	0,116	0,121	0,121	1,000
	Sig. (bilateral)	0,811	0,025	0,030	0,743	0,548	0,531	0,531	
	N	29	29	29	29	29	29	29	29

* La correlación es significativa al nivel 0,05 (bilateral).

** La correlación es significativa al nivel 0,01 (bilateral).

En la **tabla 3**, panel A y B, también se ofrecen los resultados multivariantes para la totalidad de la muestra y la submuestra de empresas que se ha formado, tras haber excluido a las entidades financieras. El modelo es significativo para las dos muestras, ya que el estadístico F es en ambos casos estadísticamente significativo al 1 por 100. Si observamos el panel A, de la tabla 3, podemos apreciar que el ajuste es bueno, ya que el 58,20 por 100 de la variación total en la rentabilidad financiera viene explicado por la remuneración de los consejeros ejecutivos. Para la submuestra de empresas, en la tabla 3, panel B, se puede observar que el 59,9 por 100 de la variación total en la variable dependiente viene explicado por el modelo de regresión y, por lo tanto, el ajuste se puede considerar bueno.

Teniendo en cuenta el R^2 ajustado, que es una corrección del R^2 para ajustar mejor el modelo a la muestra objeto de estudio, podemos afirmar que tiene un mejor ajuste la muestra total frente a la submuestra ($0,474 > 0,465$), aunque los valores son muy próximos. Por lo tanto, podemos decir que el modelo que considera la totalidad de la muestra es mejor, ya que el R^2 ajustado es mayor.

También se estudia la presencia de autocorrelación de primer orden entre los residuos con la prueba Durbin–Watson (DW). En la tabla 3, panel A y B, se puede observar que el estadístico DW es 1,944 para la muestra total y 1,877 para la submuestra de empresas. Ambos valores son menores a 2 (cabe recordar que $0 < DW < 4$), por lo que los residuos, en ambos casos, están correlacionados de manera positiva.

En la tabla 3, panel A y B, ofrecemos los coeficientes de regresión no estandarizados y los tipificados de ambas muestras. En la tabla 3, panel A, se puede observar que para la muestra total la variable remuneración de los consejeros ejecutivos presenta un signo negativo, el signo esperado, pero no es estadísticamente significativa, aunque el nivel crítico o de significación (0,155) es próximo al 10 por 100. Así pues, no podemos aceptar la H_0 . Los resultados sugieren que la remuneración de los consejeros ejecutivos no influye en la rentabilidad financiera. Cabe mencionar que si el número de observaciones hubiese sido mayor, los resultados podrían haber variado. Destacar que el *leverage* y la rentabilidad económica son estadísticamente significativas al 1 por 100 de nivel de significación, asociándose de manera positiva con la rentabilidad de los accionistas. Los resultados también muestran que no existe una relación, tanto lineal como no lineal, entre el número total de consejeros y la rentabilidad financiera; al igual que tampoco es estadísticamente significativa la variable tamaño de la empresa y la remuneración de los consejeros externos independientes y, por lo tanto, no influyen en la rentabilidad financiera.

En lo referente a la submuestra de empresas, se puede apreciar en la tabla 3, panel B, que los resultados no han variado respecto a la muestra total. La remuneración de los consejeros ejecutivos no es estadísticamente significativa, por lo tanto, al igual que para la muestra total, no aceptamos la H_0 , afirmando que la retribución de los consejeros ejecutivos no influye en la rentabilidad de los propietarios o rentabilidad financieras de las empresas del Ibex 35, tras haber excluido a las entidades financieras. En cuanto al resto de resultados nos encontramos ante la misma situación que para la muestra total. Por lo tanto, estos resultados sugieren que las entidades financieras no sesgan los resultados anteriores.

Asimismo, los resultados de la tabla 3 también ponen de manifiesto otras medidas de la multicolinealidad de las variables. Entre ellos destacan el factor de inflación de la varianza (FIV) y la tolerancia. Algunos autores (KLEINBAUM *et al.*, 1998) consideran que existe multicolinealidad cuando $FIV > 10$, mientras que se puede considerar problemas de multicolinealidad débil cuando $5 < FIV < 10$. Si este índice se sitúa entre 30 y 100 la multicolinealidad será fuerte (véase BELSEY, 1991). Observando la tabla 3, panel A, podemos afirmar que existe multicolinealidad ($FIV = 44,146$ y $FIV = 44,232$) correspondiente a la variable número total de consejeros (NTC) y número total de consejeros al cuadrado (NTC^2), respectivamente. Ello no nos sorprende, ya que NTC^2 se ha calculado a partir de NTC. Si nos centramos en la tabla 3, panel B, también podemos ver como existe multicolinealidad entre las variables NTC y $(NTC)^2$, con un FIV igual a 40,628 y 40,761 respectivamente, por la misma razón que hemos explicado anteriormente. Estos resultados confirman las conclusiones que hemos obtenido en el análisis de las correlaciones de Spearman.

TABLA 3. *Análisis multivariante. Resultados de la regresión lineal*

Panel A. Muestra del Ibex total (N = 35)

Variables	Coefficientes no estandarizados	Signo predicho o esperado	Coefficientes tipificados	t	Sig.	Estadísticos de colinealidad	
	B		Beta			Tolerancia	FIV
(Constante)	51,761	(+)/(-)		0,910	0,371		
RemEjec	-3,897	(-)	-0,213	-1,462	0,155	0,731	1,368
Tam	0,245	(+)/(-)	0,021	0,134	0,894	0,646	1,548
Lev	0,525	(+)/(-)	0,642	4,229	0,00***	0,671	1,490
Re	2,390	(+)	0,864	5,008	0,00***	0,520	1,922
NTC	-5,483	(+)/(-)	-0,954	-1,154	0,259	0,023	44,146
NTC2	0,188	(+)/(-)	0,999	1,207	0,238	0,023	44,232
RemExtInd	0,607	(+)	0,095	0,728	0,473	0,904	1,106

F = 5,371 (Sig 0,001)

DW = 1,944

R² = 0,582

R² ajustada = 0,474

*** Significativo al 1 por 100 de nivel de significación.

** Significativo al 5 por 100 de nivel de significación.

* Significativo al 10 por 100 de nivel de significación.

Panel B. Muestra tras haber excluido las entidades financieras (N = 29)

Variables	Coeficientes no estandarizados	Signo predicho o esperado	Coeficientes tipificados	t	Sig.	Estadísticos de colinealidad	
	B		Beta			Tolerancia	FIV
(Constante)	38,478	(+)/(-)		0,511	0,615		
RemEjec	-4,292	(-)	-0,207	-1,115	0,278	0,552	1,813
Tam	1,116	(+)/(-)	0,069	0,322	0,750	0,416	2,405
Lev	0,556	(+)/(-)	0,559	3,387	0,003***	0,702	1,425
Re	2,480	(+)	0,859	3,605	0,002***	0,337	2,970
NTC	-5,907	(+)/(-)	-0,974	-1,105	0,282	0,025	40,628
NTC2	0,201	(+)/(-)	1,009	1,144	0,266	0,025	40,761
RemExtInd	0,661	(+)	0,075	0,458	0,651	0,714	1,400

F = 4,478 (Sig 0,003)

DW = 1,887

R² = 0,599

R² ajustada = 0,465

*** Significativo al 1 por 100 de nivel de significación.

** Significativo al 5 por 100 de nivel de significación.

* Significativo al 10 por 100 de nivel de significación.

5. CONCLUSIONES

Debido a la opacidad y falta de transparencia (caso Enron, Vivendi o Parmalat) en materia de remuneraciones de los consejeros del Ibex, tanto la CNMV como el Informe Aldama y posterior Ley de Transparencia (Ley 26/2003, de 17 de julio), exigieron a las distintas entidades hacer público el sueldo de los miembros que forman parte del CA, con tal de garantizar unas prácticas adecuadas de buen gobierno corporativo para elaborar una apropiada política de remuneración y, de esta manera, evitar estructuras de remuneraciones basadas en los logros a corto plazo así como sueldos excesivos.

De este modo, en el presente trabajo hemos pretendido analizar cómo influye la retribución de los consejeros ejecutivos de las empresas que conforman el Ibex 35 en la rentabilidad financiera de las mismas. Para ello se han utilizado dos muestras: una formada por todas las empresas del Ibex 35 y otra excluyendo a las entidades financieras que forman parte del Ibex, ya que dada su actividad económica consideramos que podrían sesgar los resultados obtenidos. En este sentido, hemos podido comprobar y, posteriormente, comparar, el efecto que tienen los salarios de los consejeros ejecutivos de las seis entidades financieras en la rentabilidad de sus accionistas.

Los resultados del trabajo evidencian que no existe relación entre la remuneración de los consejeros ejecutivos de las empresas del Ibex 35 y la rentabilidad financiera. Por otra parte, el grado de endeudamiento de las empresas y la rentabilidad económica de las mismas se asocian de manera positiva y significativa con la rentabilidad de los accionistas, siendo no significativa la variable número total de consejeros del CA, el tamaño de las empresas y la remuneración de los consejeros independientes. También nos gustaría destacar que los resultados de la submuestra, tras haber excluido a las entidades financieras, no se han visto alterados, por lo que podemos concluir que las entidades financieras no han sesgado los resultados obtenidos.

Así pues, los resultados de nuestro estudio sugieren que la remuneración de los consejeros ejecutivos no tiene repercusión en la rentabilidad financiera. Por ello recomendamos a los legisladores, reguladores, analistas de riesgos y firmas auditoras, entre otras, que centren su trabajo en otros aspectos como la «contabilidad creativa» (anticipo de ganancias, omisión de pasivos...), ya que esta no refleja toda la realidad contable y la imagen fiel de las empresas, además de todos los artificios y falsedades contables que se practican para tapar agujeros con el objetivo de que las organizaciones puedan sobrevivir.

Destacar que las dos principales limitaciones del estudio son las siguientes: por una parte, la muestra analizada es reducida, por lo que una muestra más grande podría haber arrojado otros resultados y, por otra, el análisis solo se ha realizado para un año, concretamente el 2009, y en España, por lo que los resultados no se deben extrapolar ni a otros ejercicios económicos ni a otros países.

Proponemos líneas de investigación futuras en las que se desglose las retribuciones individuales entre fijas y variables y, a su vez, se muestre el grado de detalle de ambas, así el inversor podrá evaluar la racionalidad de los informes de gobierno corporativo y la sostenibilidad de las empresas a largo plazo. Otra posible investigación podría ser comparar las siguientes muestras: empresas del Ibex 35 (N = 35) vs. empresas de la Bolsa de Madrid (N = 175).

Bibliografía

- ARAGÓ, V. y CABEDO, J.D. [2003]: *Dirección Financiera: Financiación y planificación financiera*. 2.ª ed. Castellón de la Plana.
- Asociación Española de Directivos (AED) [2004]: «Decálogo del directivo. Principios y valores de actuación del directivo para el buen gobierno de la empresa». Disponible en: <http://www.ecgi.org/codes/documents/decalogue.pdf>
- BELSEY, D.A. [1991]: «Conditioning Diagnostics: Collinearity and Weak Data in Regression». *Journal of the Operational Research Society*, 44, págs. 88-89. Disponible en: <http://www.palgrave-journals.com>
- Código Unificado de Buen Gobierno (CUBG) [2006]: *Informe del grupo especial de trabajo sobre buen gobierno de las sociedades cotizadas*. Código Conthe. Disponible en: <http://www.cnmv.es>
- Comisión Nacional del Mercado de Valores. Disponible en: <http://www.cnmv.es>

- CORELLA, A. [2006]: «Un estudio sitúa a Indra, Bankinter y Ferrovial a la cabeza del buen gobierno». Periódico *CincoDías*, 23 de marzo. Disponible en: <http://www.cinco dias.com>
- DUFFHUES, J.W. y KABIR, R. [2007]: «Is the Pay–Performance Relationship Always Positive?». *Journal of Multinational Financial Management*, 18 (1). Disponible en: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1100540
- FERRERO FERRERO, I.; FERNÁNDEZ IZQUIERDO, M.A. y MUÑOZ TORRES, M.J. [2009]: «Aproximación al gobierno corporativo en el sistema bancario español: relaciones entre las remuneraciones de los directivos y los resultados financieros». *Comunicación presentada al XV Congreso de AECA*, Valencia. Disponible en: <http://www.aeca.es/xvcongresoaecca/cd/34b.pdf>
- FINKELSTEIN, S. y 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*, 41 (2): págs. 179-199. Disponible en: <http://www.jstor.org/pss/257101>
- GUERRAS MARTÍN, L.A. y NAVAS LÓPEZ, J.E. [2007]: *La Dirección Estratégica de la Empresa*. 4.ª ed. Navarra: Thomson Civitas.
- GUY, F. [2000]: «CEO Pay, Shareholder Returns and Accounting Profitability». Disponible en: <http://www.cbr.cam.ac.uk/pdf/WP155.pdf>
- JENSEN, M.C. y MECKLING, W.H. [1976]: «Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure». *Journal of Financial Economics*, 3: págs. 305-360.
- KLEIBAUM, D.G.; KUPPER, L.L. y MULLER, K.E. [1998]: «Applied Regression Analysis and other Multivariable Methods». *PWS–KENT Publishing Company*. Disponible en: <http://books.google.es>
- Ley de Transparencia (Ley 26/2003, de 17 de julio). Disponible en: http://noticias.juridicas.com/base_datos/Privado/126–2003.html
- MURPHY, K.J. [1985]: «Corporate performance and managerial remuneration: An empirical analysis», *Journal of Accounting and Economics*, 7 (1-3): págs. 11-42. Disponible en: <http://www.sciencedirect.com>
- O'REILLY, C.A.; CALDWELL, D.F. y BAMETT, W.P. [1989]: «Work group demography, social integration and turnover». *Administrative Science Quarterly*, 34: págs. 21-37. Disponible en: <http://www.jstor.org/pss/2392984>
- PEARCE, J.A. y ZAHRA, S.A. [1992]: «Board compensation from strategic contingency perspective». *Journal of Management Studies*, 29 (4): págs. 411–438. Disponible en: <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1467–6486.1992.tb00672.x/abstract>
- PUCHETA MARTÍNEZ, M.C. y DE FUENTES BARBERÁ, C. [2008]: «Determinantes de la formación voluntaria de Comités de Auditorías entre las empresas cotizadas». *Moneda y crédito*, 227: págs. 83-115.
- SALAS, V. [2002]: «El gobierno de la empresa». *Colección de Estudios Económicos*. Disponible en: <http://www.lacaixa.comunicacions.com/se/pbei.php?idioma=esp>
- SÁNCHEZ MARÍN, G. y LUCAS PÉREZ, M.E. [2008]: «El nivel retributivo de los altos directivos en las empresas cotizadas españolas: influencia de tamaño y composición del consejo de administración». *Boletín Económico de ICE*, 2938: págs. 37-52. Disponible en: <http://www.revistasice.com>
- SÁNCHEZ MARÍN, G.; BAIXAULI SOLER, J.S. y LUCAS PÉREZ, M.A. [2009]: «La retribución del equipo de alta dirección: determinantes y capacidad de ajuste». *Comunicación presentada al XV Congreso de AECA*, Valencia. Disponible en: <http://www.aeca.es/xvcongresoaecca/cd/23c.pdf>