

**M.^a DOLORES ÁLVAREZ PÉREZ
EDELMIRA NEIRA FONTELA**

Universidad de Santiago de Compostela

Extracto:

A partir de los planteamientos de las teorías del gobierno corporativo, el objetivo del trabajo es analizar, en las sociedades cotizadas españolas, la influencia de la composición y estructura del Consejo de Administración y de las características personales del máximo responsable ejecutivo en el control de su proceso de retribución. Los resultados revelan que el control del proceso de retribución del primer ejecutivo disminuye significativamente con la participación del mismo en el capital de la empresa.

Sumario:

- I. Introducción.
 - II. Determinantes del control del proceso de retribución del máximo responsable ejecutivo.
 - 1. Características personales del máximo responsable ejecutivo y su retribución.
 - 2. Composición y estructura del Consejo de Administración y retribución del máximo responsable ejecutivo.
 - III. Estudio empírico.
 - 1. Hipótesis propuestas.
 - 2. Muestra y procedimiento de obtención de datos.
 - 3. Medida de las variables.
 - 4. Análisis y resultados.
 - IV. Conclusiones.
- Bibliografía.

I. INTRODUCCIÓN

La retribución de la alta dirección adquiere cada vez más relevancia en todos los países industrializados. Los distintos códigos éticos (CADBURY, 1992; GREENBURY, 1995; OLIVENCIA, 1998) recomiendan que la misma se vincule con los resultados de la empresa ¹.

En los países anglosajones, los inversores institucionales demandan, con creciente intensidad, que los altos directivos, responsables principales de la gestión, compartan tanto los beneficios como el riesgo. En el resto de los países, estas propuestas todavía no están muy afianzadas: el porcentaje de retribución variable es reducido; la implantación de incentivos a largo plazo y la transparencia sobre la retribución de los altos ejecutivos son prácticamente inexistentes. No obstante, se detectan indicios de cambio ².

Los defensores de la retribución variable creen que, al vincular la retribución con los resultados de la empresa, los directivos trabajarán de forma más creativa y con más intensidad a fin de lograr tales resultados (MILKOVICH y otros, 1991) fomentando, así, la alineación de intereses entre directivos y accionistas.

El grado de riesgo del paquete de retribución del Máximo Responsable Ejecutivo (MRE) es una decisión a tomar por el Consejo de Administración o Comité de Retribución, previa valoración del contexto de la empresa y de las particularidades del directivo. Para que la decisión sea eficaz, se requiere un Consejo de Administración/Comité de Retribución independiente de la alta dirección. Si esta condición no se cumple, es muy probable que el directivo utilice su poder para que el paquete de retribución se diseñe de acuerdo, exclusivamente, con sus preferencias, sin tener en cuenta los intereses de los accionistas.

¹ Para una revisión de los diversos códigos éticos sobre el gobierno de la empresa surgidos en los últimos años, véase ÁLVAREZ, M. D. (1999), «El gobierno de la empresa y la retribución de la alta dirección». Tesis Doctoral no publicada. Universidad de Santiago de Compostela.

² La consultora TOWER PERRIN (1998) ha observado: «oleadas de compañías alemanas que han introducido planes de opción de compra de acciones y a la gran banca de España poniendo en marcha planes de incentivos basados en acciones... a numerosas compañías francesas y sudafricanas investigando la gestión basada en el valor añadido, y algunas tomando la decisión de ligar la retribución al logro de varias medidas de valor para el accionista. En Italia, algunas empresas... han despedido a sus directivos cuando los resultados no han sido satisfactorios... Incluso, en Japón, las empresas han respondido a una decisión reciente del gobierno que permite utilizar opciones de compra de acciones y autoriza la tenencia de acciones por parte de los directivos, con programas de opción de compra en lugar de incrementos salariales».

Habida cuenta de que el poder del MRE en el Consejo será tanto mayor cuanto:

- a) Más inadecuada sea su estructura, y
- b) Menos eficaz sea su funcionamiento.

Nuestra investigación se ha centrado en analizar la influencia de la composición y estructura del Consejo de Administración, así como de las características personales del MRE, en el control de su proceso de retribución.

II. DETERMINANTES DEL CONTROL DEL PROCESO DE RETRIBUCIÓN DEL MÁXIMO RESPONSABLE EJECUTIVO

Tomando como punto de partida los planteamientos de la teoría *managerialista*³ y de la teoría de la agencia, el objetivo de este apartado es revisar la literatura que analiza los determinantes del control del proceso de retribución del primer ejecutivo (**figura 1**).

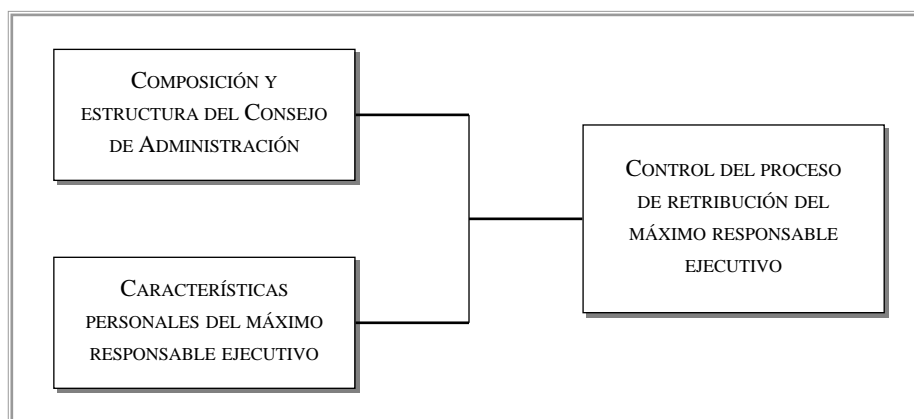


Figura 1. Determinantes del control del proceso de retribución del máximo responsable ejecutivo.

³ La teoría *managerialista* sostiene que el Consejo de Administración es un mecanismo ineficaz para disciplinar a la alta dirección, ya que la capacidad de control del Consejo puede verse mermada por la influencia del Primer Ejecutivo (CEO) en el mismo:

- a) La efectividad del Consejo depende del «poder de los ejecutivos frente al poder de los miembros del Consejo» (ZALD, 1969, pág. 10);
- b) El CEO puede usar su poder para limitar y minar el grado de control ejercido por el Consejo (HILL y PHAN, 1991; KIMBERLY y ZAJAC, 1988);
- c) El CEO puede jugar un papel muy importante al proponer a los consejeros y puede utilizar al Consejo para legitimar decisiones que no son congruentes con los intereses de los accionistas (HERMAN, 1981);
- d) Los contratos de los directivos son establecidos por el Consejo de Administración que, normalmente, se encuentra más vinculado al grupo directivo que a los propietarios (O'REILLY; MAIN, CRISTAL, 1988; TOSI y GÓMEZ MEJÍA, 1989).

1. Características personales del máximo responsable ejecutivo y su retribución.

Según la teoría de la agencia, cuando la antigüedad en el puesto es reducida, la información asimétrica entre principal y agente puede ser considerable; de ahí que la retribución contingente pueda ser más atractiva que el control basado en el comportamiento. A medida que el MRE adquiere más antigüedad en el puesto, la información asimétrica se reduce y el Consejo puede desarrollar una imagen precisa de la capacidad del primer ejecutivo y de su contribución al rendimiento; por tanto, el valor de la información incremental sobre el agente, bien de sus resultados, bien de sus comportamientos, disminuye con el tiempo (TOSI, KATZ y GÓMEZ MEJÍA, 1997). Incluso, a medida que aumenta la antigüedad, la propia cultura de la empresa puede regir el comportamiento del agente y resolver los problemas de agencia.

Si no existe conflicto de agencia, el agente se comportará según los deseos del principal, independientemente de los mecanismos de control establecidos. Cuando el conflicto de agencia disminuye, la necesidad de que el agente comparta riesgo con el principal se reduce y, bajo la suposición de que el agente es averso al riesgo, el control basado en el comportamiento es más atractivo que la retribución variable (EINSENHARDT, 1989).

Para la teoría *managerialista*, la clave del control parece estar en la independencia del Consejo. Es difícil que un Consejo pueda llevar a cabo sus funciones de nombramiento, retribución, evaluación y, en su caso, destitución de la alta dirección cuando le falta independencia.

Las características del MRE pueden reforzar su poder, lo que disminuirá la independencia del Consejo, ya que el poder del primer ejecutivo podrá ser empleado para controlar el nombramiento de consejeros, consiguiendo que accedan a dichos cargos personas muy cercanas. Esta actuación socava la independencia y la capacidad de los consejeros para oponerse a las peticiones de la alta dirección.

El poder del MRE será mayor cuando:

- a) Asuma las funciones de Presidente del Consejo;
- b) Posea una participación significativa en el capital de la empresa; y
- c) Tenga mucha antigüedad en el puesto.

2. Composición y estructura del Consejo de Administración y retribución del máximo responsable ejecutivo.

A fin de reforzar la capacidad de supervisión de los Consejos de Administración, los distintos informes sobre el buen gobierno (CADBURY, 1992; OLIVENCIA, 1998; HAMPEL, 1998) señalan la conveniencia de introducir cambios en su composición y en su estructura.

El tamaño excesivo del Consejo obstaculiza su labor supervisora (JENSEN, 1995), ya que posibilita que se produzcan desacuerdos entre sus miembros, que pueden ser aprovechados por el MRE para incrementar su poder en el Consejo (ALEXANDER y otros, 1993); además, los Consejos muy numerosos favorecen la inhibición de sus miembros, diluyen su sentido de responsabilidad y fomentan actitudes pasivas, resultando, así, poco propicios al debate y proclives a que sus reuniones sean rutinarias. Respecto a este punto, el Informe Olivencia en su apartado 2.3, aun reconociendo la dificultad de dar una directriz sobre el tamaño, sugiere un número comprendido entre 5 y 15 miembros, adaptándolo a la complejidad y a la organización de los negocios.

Un Consejo de Administración se compone, normalmente, de dos grupos de consejeros: ejecutivos o internos y externos. Dentro de estos últimos, se distingue entre consejeros dominicales (accionistas o representantes de los accionistas de control) y consejeros independientes. El peso de los consejeros externos debe ser significativo a la hora de tomar decisiones, pues si bien los consejeros ejecutivos aportan información muy valiosa sobre la actividad de la empresa, su presencia mayoritaria debilita o anula el control del Consejo (ALDERFER, 1986; SCHELLENGER, WOOD y TASHAKORI, 1989; BEATTY y ZAJAC, 1994; ZAJAC, 1992; JOHNSON y otros, 1996), desvirtuando la objetividad necesaria para diseñar un sistema de retribución para el primer ejecutivo que alinee sus intereses con los de los accionistas ⁴.

En España, la mayor concentración de la propiedad y el predominio de los grandes accionistas en el Consejo puede suponer una menor discrecionalidad del MRE (BENGOECHEA, 1996; CUERVO-CAZURRA; 1998; GALVE y SALAS, 1992; ÁLVAREZ y CASTRO, 1999).

Las investigaciones que analizan la influencia de la composición cualitativa del Consejo en la retribución del primer ejecutivo presentan resultados diversos. Por ejemplo, WESTPHAL y ZAJAC (1995) y CONYON y PECK (1998) revelan una relación positiva, aunque débil, entre la ratio de consejeros internos y el nivel de retribución del CEO; BOYD (1994), contrariamente a las expectativas, observa una relación negativa entre las dos variables.

La coincidencia de los cargos «MRE/Presidente del Consejo», si bien puede proporcionar un liderazgo claro en el ámbito interno y externo, supone una importante concentración de poder en manos de una persona (RECHNER y DALTON, 1989). Dado que es función del Presidente del Consejo supervisar el procedimiento de contratación, cese, evaluación y retribución del primer ejecutivo, cabe dudar que desempeñe estas tareas con objetividad, sin tener en cuenta sus intereses personales (WEIDENBAUM, 1986; HARRINSON, TORRES y KUKALIS, 1988). Congruente con este planteamiento, varias investigaciones revelan una relación positiva entre la dualidad de los cargos «MRE/Presidente» y el nivel de retribución del primer ejecutivo (BOYD, 1994; MAIN y JOHNSTON, 1993; WESTPHAL y ZAJAC, 1995); por el contrario, tal relación no es apoyada por el estudio realizado por CONYON y PECK (1998).

⁴ Pese a la tesis de que la obligación legal y el propio prestigio profesional pueden ser suficientes para motivar a los consejeros ejecutivos a oponerse a las propuestas del primer ejecutivo que dañen los intereses de los accionistas (BAYSINGER y HOSKISSON, 1990), el temor de los consejeros ejecutivos a las represalias que pueda adoptar el PE permitirá a éste dominar el Consejo (JOHNSON y otros, 1996).

La eficacia y la supervisión del Consejo pueden incrementarse con la creación de Comités de Nombramiento y Retribución, a los que confiar el examen y el seguimiento de temas de tanta trascendencia para el buen gobierno como son: el nombramiento de consejeros y de altos ejecutivos, y la determinación de su sistema de retribución (Informe Cadbury, 1992; Informe Olivencia, 1998).

En ausencia de un Comité de Retribución, cuando en él están presentes miembros ejecutivos o, incluso, cuando está compuesto exclusivamente por consejeros no ejecutivos ⁵, el MRE tiene la oportunidad de recompensarse a sí mismo o de influir en los miembros del Comité para que diseñen un sistema de retribución congruente con su interés personal, sin tener en cuenta los intereses de los accionistas (CONYON y PECK, 1998).

Los resultados de la investigación de TOSI y GÓMEZ MEJÍA (1989) revelan que:

- a) El control del proceso de retribución influye positivamente en el riesgo de la retribución del MRE, y
- b) El control del proceso de retribución se reduce cuando el primer ejecutivo participa en el proceso y se incrementa con la influencia de Comités de Retribución.

Este resultado es congruente con el obtenido por CONYON y PECK (1998), en una muestra de 94 empresas cotizadas del Reino Unido, de que en las empresas que cuentan con Comités de Retribución compuestos mayoritariamente por consejeros no ejecutivos (consejeros externos), existe una mayor vinculación de la retribución del primer ejecutivo con el rendimiento de la empresa. Paralelamente, DAILY y otros (1998) plantean la hipótesis de que cuanto mayor es el porcentaje de consejeros externos no independientes en el Comité de Retribución, mayor será el nivel de retribución y el porcentaje de retribución no contingente; sin embargo, dicha hipótesis es rechazada en su investigación realizada en 200 empresas cotizadas de EE.UU. Según los autores, sus resultados son consistentes con la idea de que el mercado laboral actúa como mecanismo de control de las actuaciones de los consejeros, por lo que, para proteger su prestigio, tomarán decisiones que favorezcan los intereses de los accionistas.

⁵ Aun en este caso pueden existir circunstancias que limiten su objetividad (BOEWEN, 1994):

- a) Relaciones entre el PE y los consejeros externos que mermen la independencia de estos últimos a la hora de emitir juicios sobre la retribución de aquél;
- b) Poder del PE en el Consejo, que le posibilite ofrecer a los consejeros externos contratos atractivos por sus servicios o impedir que ciertas transacciones comerciales en las que estén interesados se realicen;
- c) De acuerdo con la teoría de la comparación social, la presencia de ejecutivos de otras empresas en el Comité de Retribución puede hacerles recomendar paquetes de retribución para el PE más consistentes con sus preferencias que con los intereses de los accionistas (O'REILLY y otros, 1988); y
- d) Los consejeros no ejecutivos pueden haber sido nombrados o propuestos por el PE, lo que supondrá un dilema al consejero cuando tenga que tomar una decisión que, repercutiendo favorablemente en los intereses de los accionistas, vaya contra los deseos de quien le ha nombrado (BOEKER, 1992).

III. ESTUDIO EMPÍRICO

Basándonos en la revisión anterior, en este apartado se contrasta empíricamente un conjunto de hipótesis relativas al control del Consejo en el proceso de retribución del MRE de empresas cotizadas en España, de:

- a) La composición y estructura del propio Consejo de Administración, y
- b) Diversas características personales del primer ejecutivo (**figura 2**).

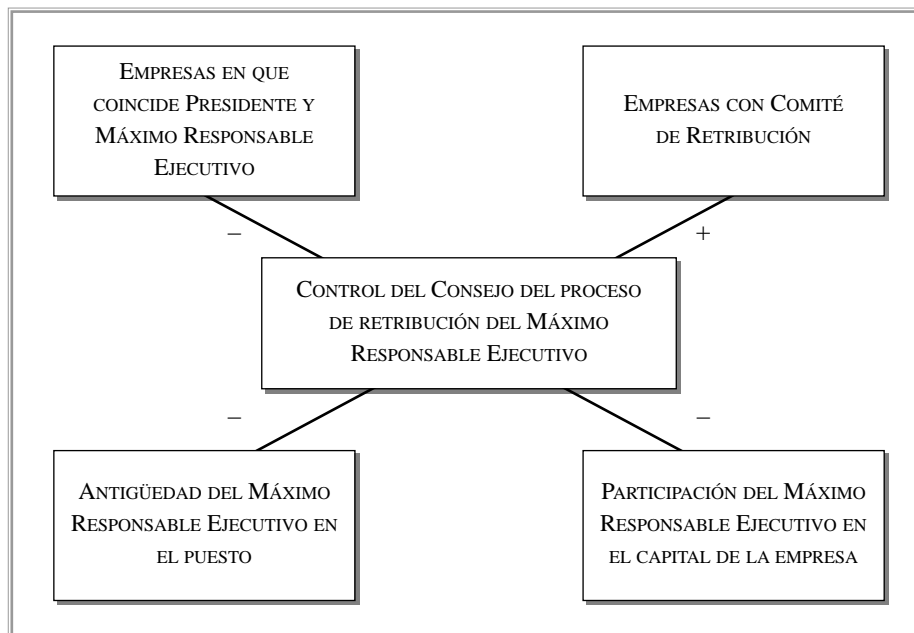


Figura 2. Hipótesis planteadas.

1. Hipótesis propuestas.

Las dos primeras hipótesis, que plantean la posible influencia de la estructura del Consejo de Administración en la retribución del MRE ⁶, se han elaborado de acuerdo con los principios de la teoría *managerialista*:

⁶ Originalmente también se pretendía contrastar la hipótesis de que en las empresas con Consejos de Administración compuestos mayoritariamente por consejeros ejecutivos, el control del proceso de retribución sería menor que en aquellas con Consejos en los que los consejeros ejecutivos fueran minoría. El hecho de que en sólo una empresa de la muestra los consejeros ejecutivos tuvieran mayoría en el Consejo impidió verificarla.

Hipótesis 1: en las empresas en que el MRE es, al mismo tiempo, Presidente del Consejo de Administración, el control del proceso de retribución será menor que en aquellas en que no se produce tal dualidad.

Hipótesis 2: en las empresas en cuyos Consejos de Administración existe un Comité de Retribución, el control del proceso de retribución será mayor que en aquellas en que no existe tal Comité.

Las dos hipótesis restantes tienen que ver con las características personales del primer ejecutivo, en concreto con: su antigüedad en el puesto y su participación en el capital de la empresa.

Según la teoría de la agencia, la información asimétrica entre el primer ejecutivo y el Consejo de Administración se reduce a medida que aumenta la antigüedad del primero en el puesto, de ahí que la supervisión pueda ser menos costosa que la retribución contingente. También, la mayor participación del MRE en el capital de la empresa, en la medida que fomenta la alineación de intereses entre dirección y propiedad, puede reducir la necesidad de transferir riesgo al agente mediante la retribución, ya que el primer ejecutivo puede entonces tener suficientes incentivos para comportarse de acuerdo con los intereses de los accionistas.

Desde el punto de vista de la teoría *managerialista*, tanto la antigüedad como la participación del primer ejecutivo en el capital de la empresa pueden ser interpretadas como un mayor control sobre el nombramiento de consejeros. Entonces, planteamos las dos hipótesis siguientes:

Hipótesis 3: la antigüedad en el puesto del MRE se relaciona negativamente con el control del Consejo de su proceso de retribución.

Hipótesis 4: el porcentaje de capital poseído por el MRE se relaciona negativamente con el control del Consejo de su proceso de retribución.

2. Muestra y procedimiento de obtención de datos.

La población de interés estaba formada por todas las empresas que han cotizado en la Bolsa de Madrid y en el mercado continuo durante el año 1997. De la misma se han excluido las siguientes entidades bancarias: Banco de Andalucía, Banco de Castilla, Banco de Crédito Balear, Banco de Galicia, Banco de Vasconia y Banco Español de Crédito; las cinco primeras, pertenecientes al Grupo Popular, debido a que su máximo ejecutivo coincide con el del Banco Popular; la última por las particularidades que presenta el Consejo después de la intervención del Banco de España. Con estas exclusiones, la población de interés estaba constituida por 117 empresas.

Una vez elaborado el cuestionario y revisado por personal especializado de *Arthur Andersen* fue enviado, junto con una carta de presentación, a todos los Presidentes de los Consejos de Administración de las empresas que constituían la población. En la carta se explicaba brevemente la naturaleza de la investigación que se pretendía realizar y se aseguraba el tratamiento global de los datos. El nombre de todos los Presidentes se extrajo del Anuario de Sociedades, Consejeros y Directivos (1997). En los tres meses siguientes al envío del cuestionario y dada la escasa respuesta obtenida, intentamos establecer contacto telefónico -un promedio de cinco llamadas por empresa- con el Presidente del Consejo o con alguno de sus miembros, aunque en pocos casos lo conseguimos, por lo que recurrimos al contacto personal utilizando diversos medios (autoridades académicas, consejeros conocidos, relaciones personales diversas, etc.). Después de todo este proceso, y para dar por finalizado el mismo, realizamos un último intento consistente en el envío por fax de toda la documentación. Fruto de todo ello fue un índice de respuesta del 15%.

Aunque el número de contestaciones no es muy elevado, las empresas que han colaborado son muy representativas. El índice de capitalización bursátil de las mismas, para el año 1997, asciende a 10 billones de pesetas, lo que supone el 31,6% del total de la capitalización bursátil del índice general de la Bolsa de Madrid. Por grupos, destacamos la representatividad de las empresas pertenecientes a los sectores químico, bancario y eléctrico. La capitalización de las empresas del sector químico tiene una ponderación en su sector del 89,49%; la de las empresas del sector de banca y financieras representa un 40,44%; y la de las empresas eléctricas supone el 38,8%.

3. Medida de las variables.

- *Dualidad del Presidente y MRE*. Variable dicotómica que toma el valor 1 cuando el cargo de primer ejecutivo recae en el Presidente del Consejo y el valor 0 cuando no existe tal dualidad.
- *Existencia de Comité de Retribución*. Variable dicotómica. Toma el valor 1 cuando existe tal Comité sin presencia de miembros ejecutivos y 0 cuando no existe o cuando en él están presentes miembros ejecutivos.
- *Antigüedad del MRE*. Variable métrica que recoge el número de años en el puesto.
- *Participación en el capital de la empresa*. Variable métrica que recoge el porcentaje de participación del primer ejecutivo en el capital de la empresa.
- *Control del proceso de retribución del MRE*. El grado de control de la retribución se mide a través 17 ítems tomados de los estudios de TOSI y GÓMEZ MEJÍA (1989, 1994) que hacen referencia al grado en que:
 - a) Las políticas y prácticas de retribución son diseñadas de acuerdo con los intereses de los accionistas y con las contingencias de la empresa,

- b) Los criterios y procesos de retribución pueden ser manipulados por el CEO,
- c) A los ejecutivos se les hace responsables de los resultados de la empresa,
- d) A los ejecutivos se les otorga seguridad mediante programas como contratos blindados, y
- e) Se tienen en cuenta aspectos motivacionales distintos a los impuestos.

Para valorar cada uno de los *ítems* se ha utilizado una escala tipo Likert de cinco puntos ⁷.

4. Análisis y resultados.

Una vez hipotetizados los determinantes del control del proceso de retribución del MRE, se realizaron análisis de varianza para las variables categóricas y análisis de correlaciones para las variables métricas. Posteriormente, construimos un modelo de regresión lineal con las variables explicativas que en los análisis bivariados previos resultaron significativas ⁸.

Las **tablas 1** y **2** presentan los resultados de los análisis de varianza con la variable dependiente «control de la retribución», siendo las variables independientes: dualidad Presidente/MRE (**tabla 1**) y existencia de Comité de Retribución (**tabla 2**). Como se puede observar, la dualidad del cargo Presidente/Primer Ejecutivo y la existencia de Comité de Retribución son variables explicativas del control del proceso de retribución, aunque con un nivel de significación débil ($p < 0.1$). Concretamente, los resultados muestran que el promedio de control del proceso de retribución es significativamente inferior en las empresas en que:

- a) El cargo de MRE recae en el Presidente del Consejo; y
- b) En el Consejo no hay un Comité de Retribución.

Se apoyan, aunque de forma débil, las hipótesis 1 y 2.

La **tabla 3** muestra que el proceso de control disminuye significativamente con la antigüedad y con la participación del primer ejecutivo en el capital de la empresa ($p < 0.05$), resultados que apoyan las hipótesis 3 y 4.

⁷ Después de eliminar cuatro *ítems*, la confiabilidad o consistencia interna obtenida mediante el coeficiente de alfa de Cronbach es 0.81. Posteriormente hemos obtenido un único factor, siendo el porcentaje de varianza explicada del 35,89% (frente al 42,8% en el estudio de TOSI y GÓMEZ MEJÍA, 1989).

⁸ Puesto que un problema del análisis bivariado es que ignora la posibilidad de qué variables con una significación débil puedan llegar a ser significativas cuando se analizan conjuntamente, hemos considerado la inclusión de las variables explicativas que presentaran un $p < 0.1$.

En resumen, el análisis bivariado revela como determinantes del control del proceso de retribución de la alta dirección las siguientes variables:

- a) Dualidad Presidente/ MRE,
- b) Existencia de un Comité de Retribución,
- c) Antigüedad en el puesto, y
- d) Participación del primer ejecutivo en el capital de la empresa.

Sin embargo, tal y como nos muestra la **tabla 3**, algunas de estas variables están relacionadas; en concreto, se verifica que cuanto mayor es la antigüedad del primer ejecutivo en el puesto, mayor es su participación en el capital de la empresa. Asimismo, el análisis de varianza revela que la participación del MRE en el capital de la empresa es significativamente mayor cuando: existe dualidad entre Presidente/MRE y cuando no existe Comité de Retribución.

El modelo del control del proceso de retribución de la alta dirección más sintético se puede plantear como función de la participación del máximo responsable ejecutivo en el capital de la empresa. Los resultados de la regresión lineal (**tabla 4**) revelan un relación negativa y significativa entre las dos variables ($B = -0.534$, $p < 0.05$). El R^2 ajustado del modelo es 0.24.

| Variables | Dualidad Presidente/Primer Ejecutivo | | | | F |
|--|--------------------------------------|-------|-------|------|-----------|
| | SÍ | | NO | | |
| | Media | E. T. | Media | E.T. | |
| Control. Retribución | -0.59 | 0.5 | 0.29 | 0.18 | 4.102 (*) |
| * $p < .10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$ | | | | | |

TABLA 1. Análisis de varianza respecto a la dualidad Presidente/Primer Ejecutivo.

| Variables | Existencia de Comité de Retribución | | | | F |
|--|-------------------------------------|------|-------|------|-----------|
| | SÍ | | NO | | |
| | Media | E.T. | Media | E.T. | |
| Control. Retribución | 0.36 | 0.16 | -0.45 | 0.42 | 3.793 (*) |
| * $p < .10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$ | | | | | |

TABLA 2. Análisis de la varianza respecto a la existencia de Comité de Retribución.

| | Antigüedad | Participación en el capital | Control de la retribución |
|-----------------------------|------------|-----------------------------|---------------------------|
| Antigüedad | 1.00 | .676 *** | -.542 ** |
| Participación Capital | | 1.00 | -.534 ** |
| Control retribución | | | 1.00 |

* p < 0.1, ** p < 0.05, *** p < 0.01

TABLA 3. Matriz de correlaciones.

| VARIABLE DEPENDIENTE: Control del proceso de retribución | | |
|--|--------------|--------------------------------|
| VARIABLE INDEPENDIENTE: | B | R ² ajustado = 0.24 |
| Participación del Primer Ejecutivo en el capital | - 0.534 (**) | F = 6.360 (**) |

* p < .10, ** p < 0.05, *** p < 0.01

TABLA 4. Regresión: control del proceso de retribución.

IV. CONCLUSIONES

La retribución de la alta dirección se consolida cada vez más como una herramienta estratégica que el Consejo puede utilizar para atraer y retener a ejecutivos de talento, así como para incentivarlos a tomar decisiones que redunden en la creación de valor para el accionista.

Para que la retribución de la alta dirección pueda hacer contribuciones significativas a la creación de valor, un requisito básico e imprescindible es que el Consejo controle su proceso de desarrollo e implantación.

En nuestra investigación, los resultados obtenidos en el análisis bivariado confirman que tanto las variables relativas a la estructura del Consejo como las características personales del MRE constituyen determinantes significativos del grado de control de su proceso de retribución, aunque las segundas tienen más incidencia que las primeras. La participación del primer ejecutivo en el capital de la empresa se constituye como la variable central dada su significativa relación con las variables relativas a la estructura del Consejo, así como con la antigüedad en el puesto. Estas relaciones resultan, por lo demás, lógicas: cuanto mayor sea la participación del primer ejecutivo en el capital, más posibilidades tendrá de ser elegido Presidente del Consejo; de igual modo, la permanencia en el puesto puede llevar a un incremento del porcentaje de acciones poseídas, bien porque haya sido retribuido con acciones, bien porque las haya adquirido.

El resultado obtenido en el modelo de regresión lineal, que revela una relación negativa y significativa entre la participación del PE en el capital de la empresa y el control del proceso de retribución, apoya tanto el planteamiento de la teoría de la agencia como el de la teoría *managerialista*; no obstante, las consecuencias de tal relación para los accionistas pueden ser diferentes. Según la primera, el menor control del proceso de retribución no tendrá consecuencias negativas para los intereses de los accionistas, pues la propia participación en el capital será suficiente para motivar al MRE a tomar decisiones congruentes con sus intereses. Bajo la teoría *managerialista* no se auguran resultados tan favorables; en ausencia de controles, una participación significativa en el capital de la empresa otorga poder al primer ejecutivo para tomar decisiones congruentes con sus propios intereses, pero no necesariamente con los de los accionistas minoritarios.

Antes de finalizar hemos de señalar las limitaciones derivadas del tamaño de la muestra que, no obstante, no debe ser depreciado habida cuenta de la notable dificultad de obtener datos primarios de retribución correspondientes al MRE de grandes empresas. Esperamos que, en el futuro, se contrasten con muestras más amplias estas y otras hipótesis relativas a la retribución del primer ejecutivo.

BIBLIOGRAFÍA

- ALDERFER, C. P. (1986): «The invisible director on corporate boards», *Harvard Business Review*, vol. 64, núm. 6, págs. 38-52.
- ALEXANDER, J. A.; FENNELL, M. L.; HALPERN, M. T. (1993): «Leadership Instability in Hospitals: The Influencia of Board-CEO Relations and Organizational Growth and Decline», *Administrative Science Quarterly*, vol. 38, págs. 74-99.
- ÁLVAREZ, M. D. (1999): «El gobierno de la empresa y la retribución de la alta dirección». Tesis Doctoral no publicada. Universidad de Santiago de Compostela.
- ÁLVAREZ, M.; CASTRO, C. (1999): «Papel de los consejeros independientes en la reducción de los conflictos de agencia», IX Jornadas Hispano-Lusas de Gestión Científica. Lepe (Huelva).
- BAYSINGER, B. D.; HOSKISSON, R. E. (1990): «The composition of boards of directors and strategic control: effects on corporate strategy», *Academy of Management Review*, vol. 15, págs. 72-87.
- BEATTY, R.; ZAJAC, E. J. (1994): «Managerial incentives, monitoring, and risk bearing: A study of executive compensation, ownership, and board structure in initial public offerings», *Administrative Science Quarterly*, vol. 39, núm. 2, págs. 313-335.
- BENGOECHEA, J. (1996): «El gobierno de la empresa: características del debate actual», *Situación*, Servicio de Estudios de BBV, núm. 3, págs. 69-117.
- BOEKER, W. (1992): «Power and managerial dismissal: Scapegoating at the top», *Administrative Science Quarterly*, vol. 37, núm. 3, págs. 400-421.
- BOEWEN, W. G. (1994): *Inside the Boardroom*. New York: Wiley.

- BOYD, B. K. (1994): «Board control and CEO compensation», *Strategic Management Journal*, vol. 15, núm. 5, págs. 335-344.
- CADBURY, A. (1996): «La incidencia del buen gobierno en el valor de la empresa», en *Gobierno de la Empresa*, editado por AB asesores.
- CONYON, M. J.; PECK, S. I. (1998): «Board control, remuneration committees, and top management compensation», *Academy of Management Journal*, vol. 41, núm. 2, págs. 146-157.
- CUERVO-CAZURRA, A. (1998): «La reforma del consejo de administración en España: límites a la aplicación de los modelos anglosajones», *Información Comercial Española*, n.º 769, págs. 9-21.
- DAILY, C. M.; JOHNSON, J. J.; ELLSTRAND, A. E.; DALTON, D. R. (1998): «Compensation committee composition as a determinant of CEO compensation», *Academy of Management Journal*, vol. 41, núm. 2, págs. 209-220.
- DICODI 50.000. Anuario de Sociedades, Consejeros y Directivos. Grupo Asnef Equifax.
- EGUIDAZU, S. (1996): «El conflicto entre propiedad y gestión en la empresa española», en *Gobierno de la Empresa*, editado por AB asesores.
- EISENHARDT, K. M. (1989): «Agency theory: An assessment and review», *Academy of Management Review*, vol. 14, núm. 1, págs. 57-74.
- FINKELSTEIN, S.; HAMBRICK, D. C. (1988): «Chief executive compensation. A synthesis and reconciliation», *Strategic Management Journal*, vol. 9, págs. 43-58.
- GALVE, C.; SALAS, V. (1992): «Estructura de propiedad de la empresa española», *Información Comercial Española*, núm. 701, págs. 79-90.
- HARRISON, J. R.; TORRES, D. L.; KUKALIS, S. (1988): «The changing of the guard: Turnover and structural change in the top-management positions», *Administrative Science Quarterly*, vol. 33, núm. 2, págs. 211-232.
- HERMAN, E. S. (1981): *Corporate Control, Corporate Power*. New York: Cambridge University Press.
- HILL, C. W.; PHAN, P. (1991): «CEO tenure as a determinant of CEO pay», *Academy of Management Journal*, vol. 34, págs. 712-717.
- INFORME CADBURY (1992): Código sobre «The Financial Aspects of Corporate Governance».
- INFORME GREENBURY
- INFORME HAMPPEL (1998): «Committee on Corporate Governance: Final Report».
- INFORME OLIVENCIA (1998): «Gobierno de las Sociedades». Elaborado por la Comisión Especial para el estudio de un Código Ético de los Consejos de Administración de las Sociedades.
- JENSEN, M. C. (1995): «Éxito y fracaso de los sistemas de control interno», *Harvard Deusto Business Review*, núm. 66, págs. 68-85.
- JOHNSON, J.; DAILY, C.; ELLSTRAND, A. (1996): «Board of directors: a review and research agenda», *Journal of Management*, vol. 22, núm. 3, págs. 409-438.
- KIMBERLY, J. R.; ZAJAC, E. J. (1988): «The dynamics of CEO/board relations», en D. C. Hambrick (Eds.), *The Executive Effect: Concepts and Methods for Studying Top Managers*. JAI Press, Greenwich, CT, págs. 179-204.
- MAIN, B. G M.; JOHNSTON, J. (1993): «Remuneration committees and corporate governance», *Accounting and Business Research*, vol. 23, núm. 91A, págs. 351-362.

- MILKOVICH, G. T. y BRODERICK, R. F. (1991): «Developing a compensation strategy», en M. L. Rock y L. A. Berger (Eds.), *The Compensation Handbook*. New York. McGraw-Hill, Inc.
- O'REILLY, C. A.; MAIN, B. G.; CRYSTAL, G. S. (1988): «CEO compensation as tournament and social comparison: A tale of two theories», *Administrative Science Quarterly*, vol. 33, núm. 2, págs. 257-274.
- RAJAGOPALAN, N.; PRESCOTT, J. E. (1990): «Determinants of top management compensation: Explaining the impact of economic, behavioral, and strategic constructs and the moderating effects of industry», *Journal of Management*, vol. 16, núm. 3, págs. 515-538.
- RECHNER, P. L.; DALTON, D. R. (1989): «The impact of CEO as board chairperson on corporate performance: Evidence vs. theory», *Academy of Management Executive*, 3, págs. 141-143.
- SAN SEBASTIÁN FLECHOSO, F. (1996): *El Gobierno de las Sociedades Cotizadas y su Control*. Centro de Documentación Bancaria y Bursátil.
- SHELLENGER, M. H.; WOOD, D. D.; TASHAKORI, A. (1989): «Board of director composition, shareholder wealth, and dividend policy», *Journal of Management*, vol. 15, págs. 457-467.
- TOSI, H.; GÓMEZ MEJÍA, L. R. (1994): «CEO compensation monitoring and firm performance», *Academy Management Journal*, vol. 37, núm. 4, págs. 1.002-1.016.
- TOSI, H.; GÓMEZ MEJÍA, L. R. (1989): «The decoupling of CEO pay and performance: An agency theory perspective», *Administrative Science Quarterly*, vol. 34, núm. 2, págs. 169-190.
- TOSI, H. L.; KATZ, J. P.; GÓMEZ MEJÍA, L. R. (1997): «Disaggregating the agency contract: the effect of monitoring, incentive alignment, and term inoffice on agent decision making», *Academy of Management Journal*, vol. 40, núm. 3, págs. 584-602.
- TOWERS PERRINS (1998): Perspectiva: Retribución de directivos, núm. 100 (Abril).
- WEIDENBAUM, M. L. (1986): «Updating the corporate board», *Journal of Business Strategy*, vol. 7, núm. 1, págs. 77-83.
- WESTPHAL, J. D.; ZAJAC, E. J. (1995): «Detections from the inner circle: social exchange, reciprocity, and the diffusion of board independence in U.S. corporations», *Academy of Management Journal*. Best Papers Proceedings, págs. 281-285.
- YOSHIMORI, M. (1997): «¿De quién es la empresa? El concepto de corporación en Japón y Occidente», *Harvard Deusto Business Review*, núm. 77, págs. 58-70.
- ZAJAC, E. J. (1992): «CEO Preferences for incentives compensation: An empirical analysis», *Academy of Management Journal*. Best Papers Proceedings, págs. 47-51.
- ZAJAC, E. J. (1990): «CEO selection, succession, compensation and firm performance: A theoretical integration and empirical analysis», *Strategic Management Journal*, vol. 11, págs. 217-230.
- ZAJAC, E. J.; WESTPHAL, J.D. (1994): «The costs and benefits of managerial incentives and monitoring in large US corporations: When is more not better?», *Strategic Management Journal*, vol. 15 (número especial), págs. 121-142.
- ZALD, M. N. (1969): «The power and functions of board of directors: a theoretical synthesis», *American Journal of Sociology*, vol. 75, págs. 97-111.