

# CONCENTRACIÓN DE PROPIEDAD Y RETRIBUCIÓN DE LA ALTA DIRECCIÓN: UN ESTUDIO DE PANEL EN LAS EMPRESAS COTIZADAS ESPAÑOLAS

**GREGORIO SÁNCHEZ MARÍN**

*Profesor Titular del Departamento de Organización de Empresas y Finanzas. Universidad de Murcia*

**JUAN SAMUEL BAIXAULI SOLER**

*Profesor Titular del Departamento de Organización de Empresas y Finanzas. Universidad de Murcia*

**M.<sup>a</sup> ENCARNACIÓN LUCAS PÉREZ**

*Profesora Ayudante Doctor del Departamento de Organización de Empresas y Finanzas. Universidad de Murcia*

Este trabajo ha sido seleccionado para su publicación por: don Heliodoro CARPINTERO CAPELL, don Amalio BLANCO ABARCA, don José Antonio CORRALIZA RODRÍGUEZ, don Darío NUÑO DÍAZ MÉNDEZ, doña Lucía MARCOS ALONSO y doña María Teresa SÁEZ BLANCO.

## **Extracto:**

**E**N este trabajo se analiza la influencia de la estructura de propiedad y del consejo de administración sobre la retribución del equipo de alta dirección de las empresas cotizadas españolas. El estudio longitudinal llevado a cabo para el periodo 2004-2007, aplicando la metodología de datos de panel, arroja unos resultados en los que se pone de manifiesto que el grado de concentración de la propiedad y la tipología de accionistas mayoritarios –alta dirección, inversores institucionales y propietarios ajenos a la dirección determinan significativamente la eficacia supervisora del consejo y, por ende, el nivel retributivo del equipo de alta dirección. La alta concentración de propiedad de las empresas españolas y el elevado nivel de participaciones cruzadas contrarresta, en la mayor parte de las ocasiones, la eficacia supervisora del consejo, aspecto que contribuye significativamente a la falta de moderación de los niveles retributivos de la alta dirección durante el periodo analizado.

**Palabras clave:** retribución del equipo de alta dirección, estructura de propiedad y eficacia supervisora del consejo de administración.

# OWNERSHIP CONCENTRATION AND TOP MANAGERS' COMPENSATION: A PANEL STUDY ON SPANISH LISTED FIRMS

**GREGORIO SÁNCHEZ MARÍN**

*Profesor Titular del Departamento de Organización de Empresas y Finanzas. Universidad de Murcia*

**JUAN SAMUEL BAIXAULI SOLER**

*Profesor Titular del Departamento de Organización de Empresas y Finanzas. Universidad de Murcia*

**M.<sup>a</sup> ENCARNACIÓN LUCAS PÉREZ**

*Profesora Ayudante Doctor del Departamento de Organización de Empresas y Finanzas. Universidad de Murcia*

Este trabajo ha sido seleccionado para su publicación por: don Heliodoro CARPINTERO CAPELL, don Amalio BLANCO ABARCA, don José Antonio CORRALIZA RODRÍGUEZ, don Darío NUÑO DÍAZ MÉNDEZ, doña Lucía MARCOS ALONSO y doña María Teresa SÁEZ BLANCO.

## **Abstract:**

**T**HIS paper analyzes the influence of ownership structure and board of directors on top management team compensation of Spanish listed firms. The longitudinal study conducted for the period 2004-2007, using the panel data methodology, giving results in which it appears that the ownership concentration and the type of major shareholders –top managers, institutional investors, and external owners– determine supervisory effectiveness of the board and thus, the level of compensation of top management team. The high concentration of ownership and the high level of cross-holdings in Spanish firms counteract the supervisory effectiveness of the board, which significantly contributes to the lack of moderation in top management team's pay levels during the period analyzed.

**Keywords:** top management team compensation, ownership structure and board effectiveness.

# Sumario

1. Introducción.
2. Marco teórico e hipótesis de investigación.
3. Metodología.
  - 3.1. Muestra y obtención de datos.
  - 3.2. Medición de variables.
  - 3.3. Análisis y modelo.
4. Resultados.
5. Conclusiones y discusión.

## Bibliografía.

**NOTA:** Este estudio ha sido financiado por la Fundación Séneca de la Región de Murcia (España), a través del Proyecto 11837/PHCS/09.

## 1. INTRODUCCIÓN

Desde el primer estudio de BERLE y MEANS (1932), en el que se analizan las consecuencias de la separación entre propiedad y control de las grandes empresas, numerosas han sido las investigaciones que han tratado de analizar los distintos tipos de estructura de propiedad y sus efectos en términos de eficacia y funcionamiento de la organización. La estructura de propiedad –o forma en la que se distribuyen el capital de la organización en una o varias personas físicas o jurídicas– es el resultado endógeno de decisiones diversas que reflejan la influencia del accionariado y el movimiento de las acciones en el mercado.

La estructura de propiedad se configura, pues, como un mecanismo natural de supervisión de las actuaciones de los altos directivos de una organización (SHORT, 1994; SHLEIFER y VISHNY, 1997). Por ello, una parte importante de los estudios sobre estructura de propiedad se han enfocado en su papel como mecanismo de control interno para conocer en qué medida contribuye a reducir los problemas de agencia entre propietarios y altos directivos a través del alineamiento de sus intereses (ZAJAC y WESTPHAL, 1995). Para analizar la influencia de la estructura de propiedad como elemento de gobierno o supervisión, la literatura se ha servido de diferentes acepciones de este concepto a través de, principalmente, el estudio de los niveles de concentración de la propiedad (GOLDBERG e IDSON, 1995; MAUG, 1998), el análisis de los diferentes tipos de propietarios que componen el accionariado (BOYD, 1994; BATHALA y RAO, 1995) o el examen de los grupos institucionales que ejercen el control efectivo en la organización (DAVID *et al.*, 1998; HARTZELL y STARKS, 2003).

Aunque estas investigaciones sin duda han sido muy valiosas y han permitido conocer el efecto supervisor de la estructura de propiedad sobre la alta dirección, la mayoría no ha considerado su alta interacción con el consejo de administración y su actividad supervisora (BATHALA y RAO, 1995; DONNELLY y KELLY, 2005). En este sentido, COLES *et al.* (2001) señalan que son las propias empresas las que diseñan el conjunto de mecanismos de control, intentando que los problemas de agencia que surgen con unos mecanismos puedan ser sustituidos o complementados por la utilización de otros. De esta forma, un tipo de control por parte de la propiedad supone, dependiendo del tipo de propietario, un determinado nivel de eficacia supervisora por parte del consejo de administración (REDIKER y SETH, 1995; WHIDBEE, 1997; BOZEC y BOZEC, 2007).

Por ello, en el ámbito de la retribución de la alta dirección, muy relacionado con la labor supervisora, resulta interesante analizar ambos mecanismos de forma conjunta, pues la estructura de propiedad de la empresa influye en la eficacia supervisora del consejo de administración (BATHALA y RAO, 1995; WHIDBEE, 1997; LEFORT y URZÚA, 2008) y, en consecuencia, también puede afectar de manera directa a la retribución recibida por el equipo de alta dirección. En esta línea, la investigación ha dado especial relevancia como medidas de la capacidad de influencia de la estructura de propiedad sobre la eficacia supervisora del consejo y sobre las retribuciones de los altos directivos a la concentración de propiedad, a la participación en la propiedad de los altos directivos y a la presencia de los inversores institucionales y accionistas no vinculados directamente con la gestión de la empresa (BAIXAULI SOLER y SÁNCHEZ MARÍN, 2010; GÓMEZ MEJÍA y WISEMAN, 1997).

Y en las tres vertientes hay aspectos que la literatura aún no ha dejado del todo resueltos. Así, mientras unos estudios encuentran que cuando el equipo de alta dirección participa en la propiedad de la empresa sus intereses se alinean con los de los propietarios y el consejo refuerza su papel supervisor, haciendo disminuir sus niveles retributivos (BOYD, 1994; CORE *et al.*, 1999; BRICK *et al.*, 2006), otros evidencian que cuando esa propiedad es elevada se produce el efecto contrario, que tiene como resultado mayores niveles retributivos para la alta dirección (MANGEL y SINGH, 1993; VAFEAS, 2003). Asimismo, si se considera la participación en la propiedad de la empresa de los inversores institucionales, no está claro hasta qué punto una mayor presencia de estos puede convertir al consejo de administración en más o menos eficaz y cómo afectaría a los niveles retributivos del equipo de alta dirección (DAVID *et al.*, 1998; HARTZELL y STARKS, 2003; KHAN *et al.*, 2005). Por otra parte, también se cuestiona si el incremento de propiedad en manos de personas no vinculadas a la gestión de la empresa puede tener influencia positiva o negativa en la eficacia supervisora del consejo y provocar la subida o bajada de los niveles retributivos del equipo de alta dirección (LAMBERT *et al.*, 1993; CYERT *et al.*, 2002; OZKAN, 2007).

Si a estas cuestiones sumamos las que surgen en relación con la propia idiosincrasia de las empresas cotizadas españolas, el estudio de estos aspectos aun adquiere mayor complejidad y, por tanto, también mayor interés. Es conocido que la estructura de propiedad de las empresas españolas se caracteriza por una alta concentración en manos de pocos accionistas mayoritarios y que, además, dichos accionistas suelen tener una gran cantidad de participaciones cruzadas que hacen que los mismos se encuentren presentes en diversos consejos de administración y que representen múltiples papeles –como consejeros y/o como directivos– de forma simultánea en dichas empresas (SALAS, 2002; DE MIGUEL *et al.*, 2004; Informe AECA, 2008; SÁNCHEZ MARÍN *et al.*, 2010). Todo ello tiene un efecto significativo en la eficacia supervisora de la empresa y, por tanto, también influye en el diseño de los sistemas retributivos para los equipos de alta dirección.

En definitiva, es necesario profundizar en el estudio y análisis de la estructura de propiedad como mecanismo supervisor y moderador de la retribución de los altos directivos: en qué medida y en qué casos la estructura de propiedad influye o determina la eficacia supervisora del consejo de administración y cómo se ve afectada por ello la retribución del equipo de alta dirección. Así, el objetivo de este trabajo es comprobar si dependiendo del tipo de propietario que controla la empresa se ve afectada la eficacia supervisora del consejo de administración y si el efecto conjunto de ambos mecanismos modera la retribución del equipo de alta dirección. Para ello, en primer lugar, se revisan los fundamentos teóricos de la literatura previa y se proponen las hipótesis de investigación; en segundo lugar, se explica la metodología empleada y el modelo teórico propuesto; y, por último, se exponen y discuten los resultados obtenidos.

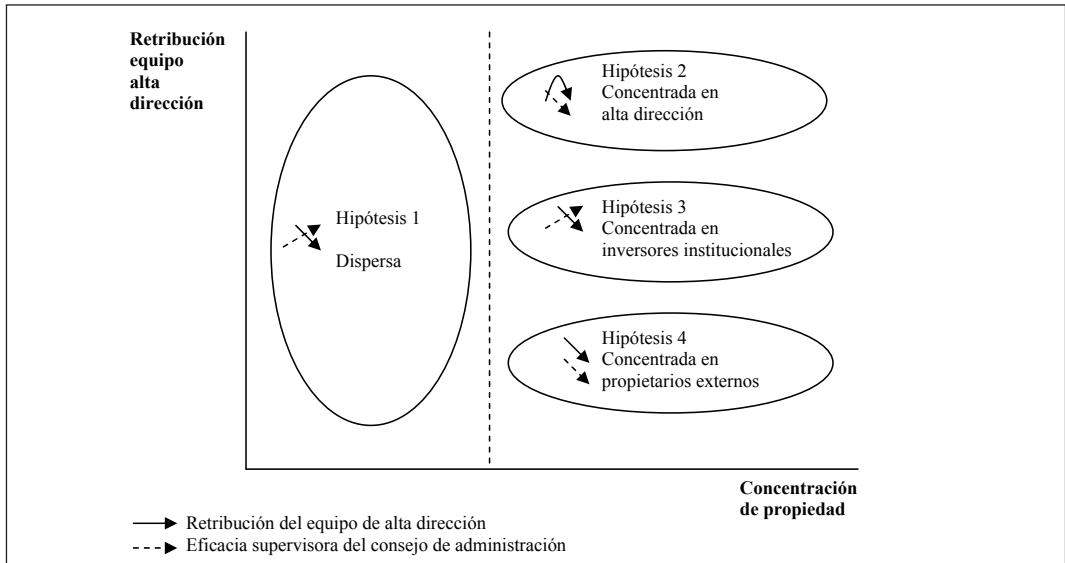
## 2. MARCO TEÓRICO E HIPÓTESIS DE INVESTIGACIÓN

La concentración de propiedad es el factor clave que determina el poder de supervisión de los propietarios sobre la alta dirección. BERLE y MEANS (1932) argumentan que existe una relación directa entre la concentración de propiedad y la reducción de los costes de agencia debido a que disminu-

ye el problema del oportunismo y aumenta el control sobre los altos directivos. Los beneficios de la concentración de propiedad se pueden resumir en los siguientes: (1) se incrementan los incentivos para recoger información y existe una mayor motivación para supervisar a los altos directivos; (2) se internaliza el objetivo de maximizar el beneficio de la organización, disminuyendo los costes de agencia; (3) se asegura la visión a largo plazo y la recogida de información prospectiva; y (4) se consiguen alianzas de compromiso y confianza.

Partiendo de estos argumentos, para analizar la influencia de la estructura de propiedad sobre la eficacia supervisora del consejo de administración (BATHALA y RAO, 1995; DONNELLY y KELLY, 2005; LEFORT y URZÚA, 2008) y determinar su efecto en el nivel retributivo del equipo de alta dirección, se ha partido de dos contextos, tal y como muestra la **figura 1**: uno en el que la concentración de propiedad es elevada y otro en el que esta está dispersa. Y es que, el debate sobre la preferencia entre una propiedad concentrada o dispersa aún está abierto. Por una parte, aunque una mayor concentración de propiedad puede ser un obstáculo para la convergencia de intereses, por otra, una mayor especialización resulta necesaria para disponer de un equipo de alta dirección con capacidad de gestionar estructuras organizativas complejas y de diversificar el riesgo entre los propietarios (DE ANDRÉS *et al.*, 2000; CYERT *et al.*, 2002). Adicionalmente, en el caso de empresas con alta concentración, también se examina si el problema de agencia reside en el equipo de alta dirección, en los inversores institucionales o en los propietarios no vinculados con la gestión (BECHT y ROËLL, 1999; BIANCO y CASAVOLA, 1999).

**FIGURA 1.** Estructura de propiedad, eficacia supervisora del consejo de administración y retribución del equipo de alta dirección.



FUENTE: *Elaboración propia.*

Una estructura de propiedad dispersa puede agudizar la falta de incentivos de los propietarios para controlar la actuación del equipo de alta dirección (GROSSMANN y HART, 1980), induciendo a una actitud pasiva en la defensa de sus intereses (MAUG, 1998). El pequeño accionista solo responde según el valor de su participación y requiere tener una mayor información de la cual carece y le supone un coste muy elevado en relación con los pequeños beneficios que obtiene (HART, 1995). De este modo, se produce un doble efecto que influye en la eficacia supervisora del consejo de administración: (1) los derechos de control, traducidos en forma de votos de los propietarios, son reducidos, por lo que estos delegan en el consejo de administración y este, a su vez, en el equipo de alta dirección (HART, 1995); y (2) la reducida participación en la empresa tiende a hacer pensar al accionista que su voto es insignificante, encontrándose menos motivado para llevar a cabo la supervisión, siempre que siga obteniendo sus dividendos (HART, 1995).

La pasividad de los accionistas minoritarios y la mayor dificultad para coordinar sus actuaciones genera, pues, una estructura de propiedad incapaz de actuar como un mecanismo de control eficiente. En este caso, el que se ejerza una eficaz supervisión sobre el equipo de alta dirección y su retribución va a depender, principalmente, del consejo de administración. Como es sabido, si el consejo está formado por un adecuado número de miembros, con una significativa proporción de externos e independientes y con una actividad –en términos de funcionamiento activo de los distintos comités– realmente enfocada al control de la actuación del equipo de alta dirección, la alineación de los intereses de propietarios y directivos hará reducirse los niveles retributivos percibidos por estos (BOYD, 1994; CONYON y PECK, 1998). Considerando los argumentos anteriores, la hipótesis primera se formula en los siguientes términos:

**Hipótesis 1:** *En contextos con baja concentración de propiedad, a medida que el consejo de administración presenta mayor eficacia supervisora, el nivel retributivo del equipo de alta dirección es menor.*

Una estructura de propiedad concentrada contribuye a la resolución de determinados problemas de agencia relacionados con los conflictos de interés, al otorgar a los propietarios mayoritarios una serie de incentivos para recoger información y supervisar al equipo de alta dirección (GALVE y SALAS, 1992). Cuando la propiedad está concentrada en pocos accionistas mayoritarios, estos tienen mayor peso en el aspecto político de representación del capital, así como una mayor motivación para llevar a cabo el control sobre el equipo de alta dirección (GOLDBERG e IDSON, 1995; CORE *et al.*, 1999; FACCIO y LANG, 2002) y sus retribuciones (TOSI y GÓMEZ MEJÍA, 1989).

Sin embargo, estas claras relaciones se complican cuando se considera el modo en el que el tipo de accionista mayoritario puede imponer sus intereses (REDIKER y SETH, 1995; PREVOST *et al.*, 2002; BOZEC y BOZEC, 2007), influyendo en la eficacia supervisora del consejo, y en qué medida todo ello puede afectar al establecimiento de los niveles retributivos del equipo de alta dirección. Las características del propietario que ostenta la mayoría de votos y su habilidad e incentivos para ejercer el control van a determinar la capacidad para reducir los problemas de agencia con los altos directivos (PEDERSEN y THOMSEN, 1997). Así, por ejemplo, los propios altos directivos de la empresa, los inversores institucionales o bien una persona ajena a la gestión como accionistas principales, cuentan con diferentes incentivos para ejercer el control. De esta forma, la capacidad del accionista mayori-

tario para diversificar sus inversiones de capital a través de otras empresas o de otros trabajos, condiciona claramente la intensidad con la que salvaguardarán sus intereses y los de la empresa. A continuación se realiza un análisis específico para cada uno de los casos mencionados: altos directivos, inversores institucionales y propietarios ajenos a la dirección.

La participación de los altos directivos en el capital de la empresa es uno de los elementos más destacables que ayuda a reducir los problemas de agencia (JENSEN y MECKLING, 1976). El argumento general es que si el alto directivo participa en la propiedad, se alinean sus intereses con los de los propietarios, ya que estará personalmente interesado en la maximización del valor de la organización en la medida en que esto le beneficia. En cambio, si el alto directivo no posee participaciones en la propiedad o posee un mínimo porcentaje, se produce la denominada miopía directiva, como consecuencia de que el alto directivo podría no estar interesado en desarrollar actividades beneficiosas para la organización si a cambio no recibe incentivos particulares, con los consecuentes problemas de agencia derivados de la divergencia de intereses.

En este sentido, la investigación ha puesto de manifiesto efectos divergentes cuando la propiedad se concentra en la alta dirección. Si esta tiene una elevada participación en la propiedad, se produce el llamado efecto atrincheramiento (DEMSETZ, 1983; FAMA y JENSEN, 1983), según el cual la alta dirección adquiere derechos que le permite mantenerse en su posición en cualquier circunstancia, corriendo el riesgo de incidir en comportamientos oportunistas en contra de los intereses del resto de propietarios e incluso de los empresarialmente deseables (MORCK *et al.*, 1988). En este caso, la influencia de la alta dirección «atrincherada» en las decisiones adoptadas por el consejo de administración es mayor (LAMBERT *et al.*, 1993), lo que implica desvirtuar su función de control (BATHALLA y RAO, 1995; WHIDBEE, 1997), con la consiguiente mayor discrecionalidad por parte de aquella para fijarse niveles retributivos más elevados.

En cambio, si dicho porcentaje de propiedad es tan elevado que convierte a la alta dirección en accionista mayoritario, el consumo de extras se reduce (LAMBERT *et al.*, 1993; CORE *et al.*, 1999), incluido el relacionado con la retribución, pues su propio beneficio depende del obtenido por la organización (MEHRAN, 1995; AGRAWAL y KNOEBER, 1996), produciéndose así el efecto convergencia. Este provoca que el nivel retributivo vuelva a moderarse, a pesar de que la eficacia supervisora del consejo de administración disminuya, como consecuencia de la relajación en el control que este órgano experimenta cuando hay otros mecanismos funcionando, como en este caso, el poder político que otorga la mayoría de la propiedad a la alta dirección (DONNELLY y KELLY, 2005). Sobre la base de estos argumentos, se perfila la hipótesis segunda, en los términos que se indican a continuación:

**Hipótesis 2:** *En contextos de alta concentración de propiedad, a medida que la propiedad en manos de la alta dirección se incrementa: (a) disminuye la eficacia supervisora del consejo aumentando los niveles retributivos del equipo de alta dirección –efecto atrincheramiento–; (b) disminuye la eficacia supervisora del consejo disminuyendo los niveles retributivos del equipo de alta dirección –efecto convergencia–.*

Los inversores institucionales son un grupo pequeño y organizado de inversores –bancos, fondos de pensión, compañías de seguros y sociedades de inversión– que se caracterizan por poseer



inversiones en cartera y tener una relación a largo plazo con las empresas y sus propietarios, siendo su objetivo prioritario el de maximizar la efectividad de la organización (HARTZELL y STARKS, 2003).

SHLEIFER y VISHNY (1997) encuentran que la presencia y la participación mayoritaria de los inversores institucionales en la propiedad de la empresa es beneficiosa en términos de agencia y está asociada con mayores niveles de calidad de supervisión sobre el equipo de alta dirección (CHENG y FIRTH, 2005). Los inversores institucionales, dotados de gran experiencia, disponen de mayor capacidad para poder vigilar (BATHALA *et al.*, 1994) y tienen la posibilidad de eliminar la tendencia a la pasividad que se deriva de la situación de que cada accionista posee una pequeña porción de compañía (BATHALA y RAO, 1995; USEEM y GAGER, 1996). Todo ello a través de su presencia en el consejo, confiriéndole una mayor independencia y eficacia para defender los intereses de los accionistas (LI *et al.*, 2006).

Sin embargo, también existen estudios que afirman que la existencia de inversores institucionales no tiene por qué eliminar los problemas de agencia (RAJAN, 1992). Existen varias razones que pueden justificar esta situación. Primero, la función de vigilancia puede ser realizada únicamente en la proporción en la que el inversor participe en el capital social. En segundo lugar, si el inversor es una sociedad, surge una doble problemática de agencia (el de alto directivo-accionista y el de accionista-vigilante) que puede disminuir la capacidad supervisora sobre el equipo de alta dirección. Tercero, los inversores institucionales tienden a utilizar el poder de su participación para mejorar su posición (en términos de influencia o propiedad), pudiendo dejar a un lado otros aspectos como la supervisión. Por último, los inversores pueden decidir no implicarse directamente en la gestión de la organización si no disponen de la suficiente información.

A pesar de estas posiciones contrarias, la literatura ha llegado a un consenso bastante amplio en relación con las consecuencias que los inversores institucionales tienen en términos de diseño retributivo para el alto directivo. DAVID *et al.* (1998) establecen que existe una gran influencia de los inversores institucionales en la política retributiva directiva. MEHRAN (1995) y BERTRAND y MUHANATHAN (2000) encuentran que cuanto mayor es el poder de los inversores institucionales, el nivel retributivo del alto directivo es menor, más orientado al largo plazo y más ligado al rendimiento organizativo. Por tanto, considerando los argumentos anteriores, la hipótesis tercera queda formulada en los siguientes términos:

**Hipótesis 3:** *En contextos de alta concentración de propiedad, un aumento de la propiedad en manos de inversores institucionales incrementa la eficacia supervisora del consejo y reduce los niveles retributivos del equipo de alta dirección.*

Finalmente, la propiedad concentrada en accionistas externos, no vinculados a la gestión de la empresa, suele asociarse con la existencia de un número reducido de propietarios mayoritarios, que tienen el poder político y controlan las actuaciones del equipo de alta dirección, con la finalidad de que no se desvíen de los objetivos de la empresa (MCCONNELL y SERVAES, 1990). En este escenario, los derechos de control de estos propietarios son amplios, existiendo, además, menores dificultades para coordinar sus acciones, lo que suele tener como consecuencia el que ejerzan una supervisión personal de la alta dirección, en lugar de delegar en el consejo de administración para que se encargue de la misma. Además, al tener una participación económica elevada en la organización, están

muy motivados y tienen mucho interés en llevar a cabo la supervisión directa, adoptando una actitud muy activa, dado que sus beneficios personales dependen directamente de la marcha de la organización (DONNELLY y KELLY, 2005).

Así, diversos estudios han encontrado la existencia de un efecto sustitución entre la concentración de propiedad en manos de individuos externos a la gestión y el consejo de administración, de manera que un alto control por parte de propietarios externos supone una menor eficacia supervisora por parte del consejo (REDIKER y SETH, 1995). Esto es así porque la actividad supervisora del consejo tiende a relajarse ya que el accionista mayoritario prefiere acometer la labor directamente en uso del mayor poder político –y de supervisión– que le otorga la mayoría de la propiedad (DONNELLY y KELLY, 2005).

Por tanto, aunque la concentración de propiedad en manos de accionistas externos no se relaciona negativamente con la eficacia supervisora del consejo –el cual en estos casos pierde su papel protagonista–, se compensa por el mayor control directo que dichos individuos ejercen sobre la actuación del equipo de alta dirección (WHIDBEE, 1997; COLES *et al.*, 2001). El resultado, desde la perspectiva retributiva, es que los niveles retributivos que percibe el equipo de alta dirección tienden a reducirse como consecuencia del efecto sustitución. Considerando los argumentos expuestos, la hipótesis cuarta queda formulada en los siguientes términos:

**Hipótesis 4:** *En contextos de alta concentración de propiedad, un aumento de la propiedad en manos de individuos no vinculados con la gestión de la empresa disminuye la eficacia supervisora del consejo y reduce los niveles retributivos del equipo de alta dirección –efecto sustitución–.*

### 3. METODOLOGÍA

#### 3.1. Muestra y obtención de datos

A través de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) se han obtenido los informes de gobierno corporativo de las 120 empresas españolas que cotizan en el mercado continuo, durante los cuatro años del periodo 2004-2007. De estos informes se ha obtenido la información relativa a la retribución del equipo de alta dirección, así como de la operativa del consejo de administración y de la estructura de propiedad. Por otra parte, la información relativa a las variables económico-financieras de las empresas se han obtenido de la base de datos Osiris (fuente: Bureau Van Dyck Electronic Publishing).

Considerando todas las empresas y años de la muestra, el máximo número de observaciones es de 480. Dado que no todos los informes contienen el mismo detalle de información, se han eliminado las empresas y años en los que no se dispone de los datos completos. Además, se ha eliminado de la muestra las empresas del sector financiero, debido a la diferencia en la elaboración de las cuentas anuales. Finalmente, la muestra está formada por un total de 308 observaciones.

### 3.2. Medición de variables

Las variables utilizadas van desde el nivel retributivo del equipo de alta dirección, que ha sido tratada como variable dependiente o explicativa, hasta las relacionadas con la eficacia supervisora del consejo de administración y de la estructura de propiedad, ambas tratadas como variables independientes. Asimismo, también se han considerado en las estimaciones ciertas variables de control que tienen su origen en factores económicos y de complejidad que pueden influir en las relaciones objeto de estudio. Todas ellas se explican con detalle a continuación.

**Nivel retributivo del equipo de alta dirección.** La variable nivel retributivo del equipo de alta dirección (RD) es calculada como la retribución total de los miembros del equipo de alta dirección no consejeros dividida entre el número de miembros del equipo de alta dirección. No se ha considerado la retribución de los altos directivos que pertenecen al consejo de administración debido a que desempeñan varias funciones en la empresa –directivas, de asesoramiento, etc.– y, por tanto, el importe de su retribución no tiene por qué estar ligado a los mismos factores explicativos a los que se vincula la de los altos directivos no consejeros.

**Eficacia supervisora del consejo de administración.** Para medir la eficacia supervisora del consejo de administración utilizamos cinco variables. El número de consejeros externos (CE), medido como el número de consejeros externos presentes en el consejo. El número de comités creados por el consejo de administración (CO), calculado a través del número de comités designado por el mismo. El número de consejeros nombrados por el consejo de administración (CC), mediante el número de consejeros que nombra directamente el consejo y no la junta general de accionistas. El tamaño del comité de retribución (TCR), medido por el número de miembros que lo constituye. Y, por último, el número de reuniones del comité de retribución (RCR), a través del número de reuniones celebradas por este. A partir de estas cinco variables, se ha utilizado el análisis de componentes principales para construir la variable eficacia supervisora del consejo de administración (OP). El vector de valores propios obtenido ha sido 2.422, 1.01, 0.623, 0.541 y 0.402, respectivamente. Todos los componentes tienen una ponderación positiva y la varianza explicada es del 58 por 100.

**Estructura de propiedad.** La estructura de propiedad se ha medido mediante el porcentaje de acciones que poseen los distintos tipos de propietarios: alta dirección (MC), inversores institucionales (IC) y propietarios externos ajenos a la dirección (OC). Estas variables han permitido clasificar a las empresas en: (1) empresas controladas por la alta dirección –aquellas no controladas por inversores institucionales en las que los miembros del equipo de alta dirección tienen más participación que los propietarios externos–; (2) empresas controladas por inversores institucionales –en las que la propiedad en manos de estos es superior a la participación poseída por los propietarios externos–; y (3) empresas controladas por propietarios externos –aquellas no controladas por inversores institucionales en las que los propietarios no vinculados a la dirección tienen más participación que la alta dirección–.

**VARIABLES DE CONTROL.** Se han considerado variables que representan factores económicos y contextuales que ejercen una influencia significativa en la retribución del equipo de alta dirección. Los factores económicos empleados han sido los resultados y el tamaño de la empresa. Se han utilizado tres variables para medir los resultados: la rentabilidad económica (ROA), la rentabilidad finan-

ciera (ROE) y la  $q$  de Tobin ( $qT$ ). Se ha construido la variable PERF a partir de estas tres medidas de rentabilidad mediante el análisis de componentes principales, en la que el vector de valores propios obtenido ha sido de 0.6159, 0.619 y 0.487, respectivamente, y la varianza explicada es del 57 por 100. Para medir el tamaño se ha utilizado el valor del activo total (AT) y el número de empleados (NE). Igualmente, se ha creado la variable TAM a partir de ambas medidas. Los valores propios de ambos componentes han sido de 0.707 y 0.707 y la varianza explicada ha alcanzado el 88,5 por 100. Los factores contextuales han venido representados por la complejidad del negocio, medida a través del porcentaje de activos intangibles sobre el activo total (IA), y la intensidad de capital, mediante la proporción de activo fijo y número de empleados (AFE). A partir de ambas variables se ha operacionalizado la variable complejidad (COM) mediante el análisis de componentes principales. Los valores propios obtenidos han sido de 0,735 y 0.735, respectivamente, mientras que la varianza explicada ha alcanzado el 63,9 por 100.

### 3.3. Análisis y modelo

Para contrastar las hipótesis se han estimado tres modelos utilizando la metodología de datos de panel, la cual permite realizar estudios longitudinales evitando que los resultados queden condicionados a una muestra de corte trasversal. Esta técnica permite mejorar las propiedades de las estimaciones, siendo estas más eficientes por la menor colinealidad y mayor variabilidad (BALTAGI, 2001). Una característica fundamental del análisis basado en datos de panel es que permite introducir heterogeneidad inobservable entre individuos. Por tanto, permite capturar aspectos individuales que condicionan la retribución y que pueden ser controlados por la dificultad en su medición, como son, por ejemplo, la habilidad del equipo de alta dirección o la particularidad de las tareas a desempeñar en cada negocio. Los aspectos individuales no observables son capturados por los efectos individuales,  $\eta_i$ , que se introducen en el modelo, siendo el término de error la suma de una perturbación aleatoria y los efectos individuales,  $\eta_i + v_{it}$ .

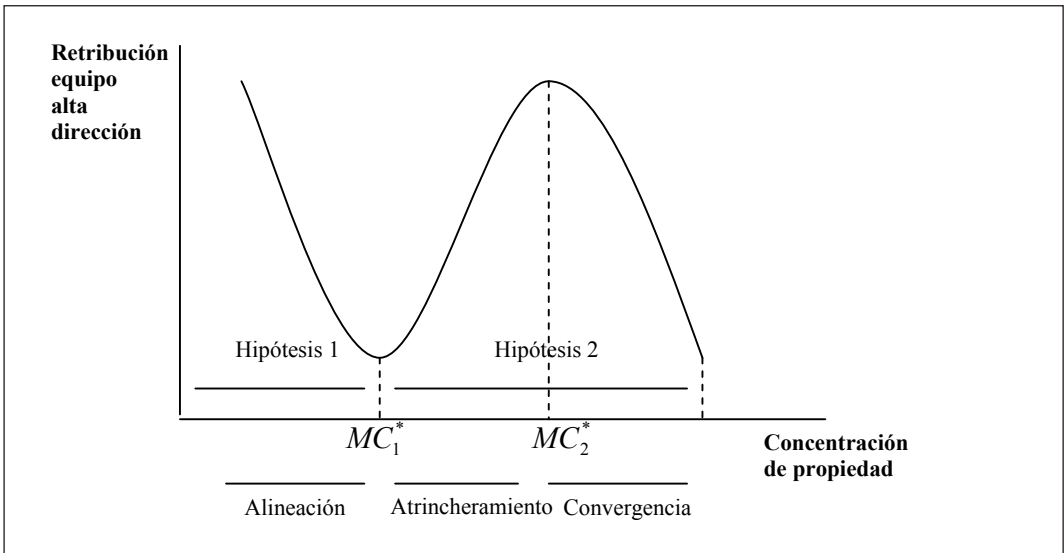
La estimación de los modelos se realiza utilizando el estimador intra-grupos y el estimador de mínimos cuadrados generalizados. En la estimación intra-grupos se transforman las variables con respecto a la media, mientras que en la estimación por mínimos cuadrados generalizados se realiza una estimación consistente de la matriz de varianzas-covarianzas. Si las estimaciones con ambos métodos no presentan diferencias significativas, ambas estimaciones son consistentes, pero solo son eficientes si se utiliza el método de mínimos cuadrados generalizados. Sin embargo, si las diferencias son significativas, solo el estimador intra-grupos es consistente. El contrato de HAUSMAN (1978) compara las estimaciones de ambos métodos bajo la hipótesis nula de que no presentan diferencias significativas. Así, se presentan los resultados utilizando el estimador intra-grupos cuando la hipótesis nula se rechaza y el estimador de mínimos cuadrados generalizados cuando se acepta.

Como ya se ha visto, se distinguen tres situaciones que pueden producir diferentes efectos sobre el nivel retributivo del equipo de alta dirección: empresas controladas por la dirección, empresas controladas por inversores institucionales y empresas controladas por propietarios externos. En cada caso, los condicionantes que ejercen influencia sobre el consejo de administración y sus efectos son diferentes y no se pueden estudiar en una única ecuación, por lo que se han elaborado tres modelos.

**Eficacia supervisora del consejo de administración y empresas controladas por el equipo de alta dirección.** A medida que el consejo de administración manifiesta mayor eficacia supervisora, menor es el nivel retributivo del equipo de alta dirección (hipótesis 1). Sin embargo, esta relación está condicionada por el control ejercido por la alta dirección. Si la propiedad está concentrada en manos de la alta dirección, las actuaciones del consejo pierden eficacia y el nivel retributivo es mayor por el efecto atrincheramiento. Aunque, si la propiedad de la alta dirección aumenta mucho, llegará un punto en el que se produzca una convergencia con los intereses de los accionistas, descendiendo el nivel retributivo (hipótesis 2). Por tanto, en empresas controladas por la alta dirección, las hipótesis 1 y 2 pronostican una relación cúbica entre el nivel retributivo y el porcentaje de propiedad en manos de la alta dirección, tal y como muestra la **figura 2**. El modelo 1 propuesto se resume en la siguiente ecuación:

$$RD_{it} = \beta_0 + \beta_1 \times OP_{it} + \beta_2 \times MC_{it} + \beta_3 \times MC_{it}^2 + \beta_4 \times MC_{it}^3 + \beta_5 \times PERF_{it} + \beta_6 \times TAM_{it} + \beta_7 \times COM_{it} + \eta_i + v_{it} \quad [1]$$

**FIGURA 2.** Relación entre nivel retributivo y concentración de propiedad en manos de la alta dirección.



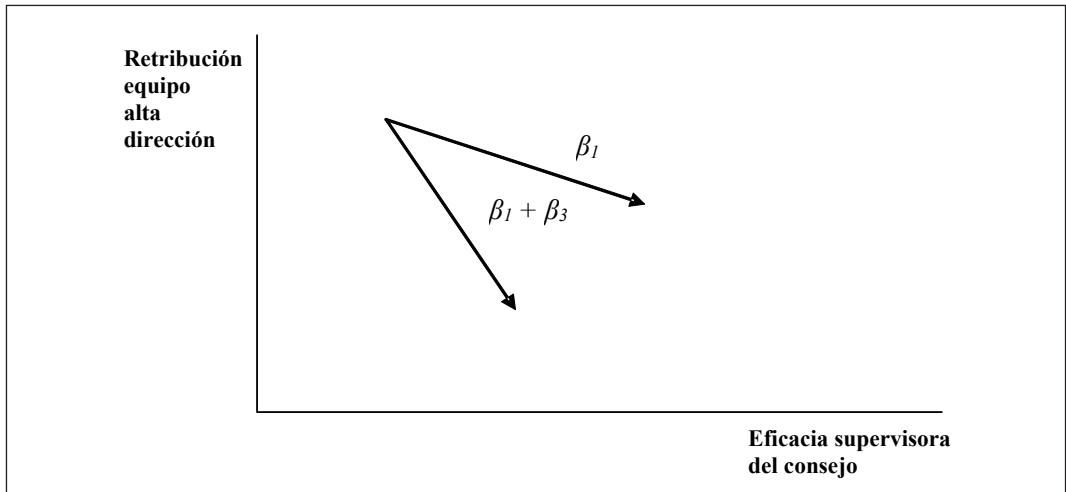
FUENTE: *Elaboración propia.*

La relación cúbica propuesta tiene dos extremos relativos, un mínimo  $MC_1^*$  y un máximo  $MC_2^*$ , que pueden obtenerse derivando el modelo con respecto a la propiedad del equipo de alta dirección e igualándolo a cero. Los valores de los extremos relativos vienen dados por  $-2\beta_3 \pm \sqrt{4\beta_3^2 - 12\beta_2\beta_4} / 6\beta_4$ . Dado que las hipótesis 1 y 2 implican que el primer valor es un mínimo y el segundo un máximo,  $\beta_3$  y  $\beta_4$  han de ser de signo opuesto para que la segunda derivada  $2\beta_3 + 6\beta_4MC$  sea positiva para  $MC_1^*$  y negativa para  $MC_2^*$ .

**Eficacia supervisora del consejo de administración y empresas controladas por inversores institucionales.** En un contexto de empresas donde predominan los inversores institucionales, según la hipótesis 3, la eficacia supervisora del consejo de administración y sus mecanismos de control son mayores, por lo que el consejo se refuerza mediante un efecto sustitución y el nivel retributivo del equipo de alta dirección es menor –ver **figura 3**–. El modelo 2 que se plantea viene expresado como:

$$RD_{it} = \beta_0 + \beta_1 \times OP_{it} + \beta_2 \times IC_{it} + \beta_3 \times OP_{it} \times IC_{it} + \beta_4 \times PERF_{it} + \beta_5 \times TAM_{it} + \beta_6 \times COM_{it} + \eta_i + v_{it} \quad [2]$$

**FIGURA 3.** Relación entre nivel retributivo del equipo de alta dirección y concentración de propiedad en manos de inversores institucionales y en propietarios externos.



FUENTE: *Elaboración propia.*

Este modelo contrasta la relación negativa del nivel retributivo, por un lado, con la eficacia supervisora del consejo de administración en contextos de baja concentración de propiedad, a través de  $\beta_1$  (hipótesis 1), y, por otro, con la propiedad en manos de inversores institucionales a través de  $\beta_2$  (hipótesis 3). Además, dada la complementariedad de estas variables, se introduce el producto de ambas variables,  $OP \cdot IC$ , para medir el efecto marginal que tiene una sobre la otra, tal y como muestra la **figura 3**. Si se calcula la derivada del modelo con respecto a  $OP$ , obtenemos  $\beta_2 + \beta_3 \cdot IC$ , por lo que  $\beta_3$  nos mide el efecto marginal que tiene la propiedad en manos de inversores institucionales en la reducción del nivel retributivo del equipo de alta dirección.

**Eficacia supervisora del consejo de administración y empresas controladas por propietarios externos.** Los propietarios externos que controlan una empresa ejercen su supervisión sustituyendo al consejo de administración. En este contexto, las acciones de control son efectivas a pesar de que se pudie-

ra reducir la eficacia supervisora del consejo. Así, el nivel retributivo del equipo de alta dirección disminuye a medida que el consejo ejerce mayor eficacia supervisora (hipótesis 1) y, a su vez, el consejo puede disminuir sus actividades como consecuencia del efecto sustitución ejercido por los propietarios externos que ejercen una supervisión directa (hipótesis 4). El modelo 3 se expresa del siguiente modo:

$$RD_{it} = \beta_0 + \beta_1 \times OP_{it} + \beta_2 \times OC_{it} + \beta_3 \times OP_{it} \times OC_{it} + \beta_4 \times PERF_{it} + \beta_5 \times TAM_{it} + \beta_6 \times COM_{it} + \eta_i + \nu_{it} \tag{3}$$

En este modelo,  $\beta_1$  sería negativo por la hipótesis 1, sin embargo, a medida que la propiedad se concentra en propietarios podría hacer que  $\beta_2$  fuese negativo (hipótesis 4), pero  $\beta_1$  podría dejar de serlo por el efecto sustitución. El modelo también introduce el producto  $OP \cdot OC$  para estudiar el posible efecto marginal de las variables sobre el nivel retributivo del equipo de alta dirección –ver **figura 3**–.

#### 4. RESULTADOS

En las **tablas 1 y 2** se muestran los estadísticos descriptivos y las correlaciones entre variables. Como se observa, de las correlaciones entre las variables que muestra la **tabla 2** se puede comprobar que el sentido y signo de las correlaciones entre las variables son las esperadas según la discusión teórica, excepto entre la retribución del equipo de alta dirección y la propiedad de los inversores institucionales –aunque dicha correlación no es estadísticamente significativa–. Además, se observa que las correlaciones no son demasiado elevadas, lo que es un indicio de la ausencia de multicolinealidad, algo que posteriormente ha sido comprobado a través del cálculo de los índices VIF, todos ellos dentro de los valores considerados como aceptables.

**TABLA 1.** Estadísticos descriptivos.

		TODAS (N=308)		Control institucional (N=131)		Control propietarios (N=120)		Control directivos (N=57)	
		Media	Desv.	Media	Desv.	Media	Desv.	Media	Desv.
	RD	373.8	1555.2	359.3	298.5	488.4	2467.4	166.0	205.8
OP	CE	8.844	3.646	9.198	3.678	8.641	3.886	8.456	2.976
	CC	0.311	1.531	0.305	1.592	0.291	1.440	0.368	1.599
	TCR	3.279	1.717	3.396	1.748	3.108	1.664	3.368	1.758
	RCR	3.613	3.175	3.679	3.150	3.400	2.971	3.912	3.641
	CO	2.538	0.955	2.534	0.843	2.558	1.106	2.508	0.868
OW	IC	21.27	22.53	35.50	21.94	14.64	10.90	17.18	23.10
	MC	9.595	18.81	3.004	9.181	4.155	7.366	36.19	27.29
	OC	14.37	19.94	4.655	6.665	28.87	24.26	6.168	9.337
.../...									

		TODAS (N=308)		Control institucional (N=131)		Control propietarios (N=120)		Control directivos (N=57)	
		Media	Desv.	Media	Desv.	Media	Desv.	Media	Desv.
...									
PERF	ROE	13.70	28.48	13.44	26.38	14.70	32.60	12.15	23.87
	ROA	4.350	9.676	4.618	8.054	4.365	11.73	3.701	8.324
	qT	1.839	1.344	1.709	0.917	1.896	1.455	2.017	1.836
TAM	NE	11.36	30.63	12.04	26.10	13.42	40.21	5.482	8.94
	AT	7.522	19.02	6.374	13.70	9.971	25.70	5.007	11.21
COM	IA	0.096	0.117	0.090	0.106	0.102	0.135	0.095	0.103
	AFE	3187	13424	4565	18703	2280	8395	1929	4277

**Nota:** RD: retribución media equipo de alta dirección no consejeros (miles de euros); CE: número de consejeros externos; CC: número de consejeros designados por el consejo; TCR: tamaño del comité de retribución; RCR: número de reuniones del comité de retribución; CO: número de comités designados por el consejo; IC: porcentaje de propiedad de inversores institucionales (%); MC: porcentaje de propiedad equipo de alta dirección (%); OC: porcentaje de propiedad propietarios externos (%); ROE: rentabilidad financiera (%); ROA: rentabilidad económica (%); qT: q de Tobin; NE: número de empleados (miles); AT: valor del activo (millones de euros); IA: activos intangibles; AFE: intensidad de capital.

De los estadísticos descriptivos se obtiene información que resulta de gran interés en relación, fundamentalmente, con la estructura de propiedad. Como se puede apreciar en la **tabla 1**, llama la atención el alto porcentaje de empresas con una alta concentración de propiedad, algo característico de la empresa española, tal y como se comentó en la introducción de este artículo. Se ha comprobado, considerando el total de observaciones para los cuatro años de estudio, que aproximadamente el 81 por 100 de las empresas están controladas mayoritariamente por inversores institucionales o propietarios externos. De las restantes, con propiedad dispersa, hay una importante proporción que son controladas por directivos, ya que el límite mínimo que necesita la alta dirección para controlar la empresa, según las estimaciones del modelo que más adelante se describen, tan solo es del 13,8 por 100. Por tanto, estamos ante estructuras de propiedad muy concentradas y fuertemente intervenidas en la mayor parte de las ocasiones.

**TABLA 2.** Correlaciones entre las variables de los modelos.

	RD	OP	IC	OC	MC	TAM	PERF	COM
RD	1.000							
OP	-0.030	1.000						
IC	0.005	0.052	1.000					
OC	-0.051	-0.057	-0.048	1.000				
MC	0.050	-0.261	-0.031	-0.081	1.000			
TAM	0.080	0.463	0.019	-0.090	-0.080	1.000		

.../...



	RD	OP	IC	OC	MC	TAM	PERF	COM
.../...								
PERF	0.159	0.042	0.015	0.089	0.122	-0.043	1.000	
COM	0.032	-0.156	0.010	-0.003	0.070	-0.151	0.069	1.000

**Nota:** RD: retribución media equipo de alta dirección no consejeros; OP: eficacia supervisora del consejo; IC: propiedad inversores institucionales; OC: propiedad propietarios; MC: propiedad equipo de alta dirección; TAM: tamaño de la empresa; PERF: resultados; COM: complejidad de la empresa.

En la **tabla 3** se muestran los resultados del modelo 1, donde se relaciona la influencia de la propiedad del equipo de alta dirección con la eficacia supervisora del consejo y con el nivel retributivo del equipo de alta dirección. En la primera estimación, en la que no se incluye la propiedad de la alta dirección, a medida que la eficacia supervisora del consejo es mayor, el nivel retributivo del equipo de alta dirección disminuye, tal y como se plantea en la hipótesis 1. Sin embargo, en el resto de estimaciones, cuando se incluye la variable propiedad del equipo de alta dirección, se puede observar que el coeficiente de eficacia supervisora del consejo deja de ser significativo. Por tanto, la alta dirección, al controlar la propiedad de la empresa, anula la eficacia de los mecanismos operativos establecidos por el consejo.

Por otro lado, dado el valor de los coeficientes estimados, cuando el porcentaje de propiedad de la alta dirección es menor a 1,72 por 100 –estimación 2– y a 1,63 por 100 –estimación 3–, la baja concentración de propiedad permite que exista alineación de intereses debido a la mayor eficacia supervisora del consejo (hipótesis 1). En cambio, cuando el porcentaje de propiedad del equipo de alta dirección se encuentra entre 1,72 y 9,83 por 100 –para el modelo 2– y entre 1,63 y 13,79 por 100 –para el modelo 3–, se produce el efecto atrincheramiento, por el cual una mayor concentración de propiedad en sus manos provoca que el consejo de administración ejerza una menor supervisión y el nivel retributivo del equipo de alta dirección aumente (hipótesis 2a). No obstante, llegado a un punto en el que la empresa es controlada por la alta dirección, con más de un 9,83 por 100 de propiedad para el modelo 2 y un 13,79 por 100 para el modelo 3, se produce el efecto convergencia, que provoca una reducción de los niveles retributivos del equipo de alta dirección como consecuencia de la mayor eficacia supervisora del consejo fruto de la alineación de intereses de propietarios y directivos (hipótesis 2b).

**TABLA 3.** *Relación entre nivel retributivo del equipo de alta dirección, eficacia supervisora del consejo de administración y propiedad de la alta dirección.*

Variables	(1)	(2)	(3)
Constante	5.199** (0.145)	4.999** (0.178)	5.082** (0.184)
OP	-0.110** (0.047)	-0.054 (0.082)	-7.7·10 <sup>-5</sup> (0.088)
MC		-1.325* (0.742)	-1.421* (0.758)
MC <sup>2</sup>		0.451** (0.168)	0.486** (0.192)
.../...			

Variables	(1)	(2)	(3)
.../...			
MC <sup>3</sup>		-0.026* (0.014)	-0.021* (0.011)
TAM			0.385** (0.129)
PERF			0.131 (0.131)
COM			-0.009 (0.050)
Observaciones	57	57	57
HAUSMAN	0.325	0.126	0.521

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

En la **tabla 4** se presentan los resultados del modelo 2. Como se puede observar, en un contexto de empresas controladas por inversores institucionales, la eficacia supervisora del consejo de administración se traduce en una disminución del nivel retributivo del equipo de alta dirección. Por lo que, a diferencia del modelo 1, en el que el control estaba ejercido por la alta dirección, los mecanismos de control del consejo ahora son eficaces independientemente del grado de concentración de propiedad, lo que avala la hipótesis 1 tanto en un contexto de dispersión como de concentración en manos de los inversores institucionales.

Sin embargo, se puede apreciar como los coeficientes de la variable propiedad de inversores institucionales no son significativos. Asimismo, tampoco se ha observado un efecto marginal significativo de la propiedad de los inversores institucionales en la eficacia supervisora del consejo. Estos resultados conducen, por tanto, a rechazar la hipótesis 3, referida a que en empresas controladas por inversores institucionales un incremento en la propiedad provoca una mayor eficacia del consejo y, consecuentemente, un menor nivel retributivo del equipo de alta dirección. No obstante, hay que señalar que, de manera débil, el coeficiente de la eficacia supervisora del consejo es significativo y negativo, lo que nos lleva a pensar que existe cierto control retributivo por parte del consejo, aunque claramente insuficiente. Cuando en la estimación del modelo se incorporan las variables de control –económicas y contextuales–, los resultados son similares.

**TABLA 4.** *Relación entre nivel retributivo del equipo de alta dirección, eficacia supervisora del consejo de administración y propiedad de los inversores institucionales.*

Variables	(1)	(2)	(3)
Constante	5.464** (0.072)	5.466** (0.072)	5.482** (0.071)
.../...			

Variables	(1)	(2)	(3)
.../...			
OP	-0.174** (0.045)	-0.170** (0.045)	-0.090* (0.049)
IC	-1.1*10 <sup>-5</sup> (2.2*10 <sup>-5</sup> )	-1.8*10 <sup>-4</sup> (1.9*10 <sup>-4</sup> )	-6.1*10 <sup>-5</sup> (1.8*10 <sup>-4</sup> )
EF·IC		-1.8*10 <sup>-4</sup> (1.7*10 <sup>-4</sup> )	-6.5*10 <sup>-5</sup> (1.7*10 <sup>-4</sup> )
TAM			0.233** (0.053)
PERF			0.047 (0.041)
COM			0.248** (0.064)
Observaciones	131	131	131
HAUSMAN	0.325	0.126	0.521

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

**TABLA 5.** *Relación entre nivel retributivo del equipo de alta dirección, eficacia supervisora del consejo de administración y propiedad de accionistas externos.*

Variables	(1)	(2)	(3)
Constante	5.736** (0.125)	5.709** (0.139)	5.849** (0.123)
OP	-0.027 (0.104)	0.003 (0.120)	0.136 (0.107)
OC	-0.013** (0.007)	-0.011** (0.004)	-0.016** (0.006)
OP·OC		-0.002** (0.000)	-0.003** (0.001)
TAM			0.239** (0.106)
PERF			0.193** (0.059)
COM			0.593** (0.090)
Observaciones	120	120	120
HAUSMAN	0.145	0.091	0.210

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

En la **tabla 5** se muestran los resultados para el modelo 3. En la estimación (1) se puede observar que el coeficiente de *OC* (propiedad de propietarios) es negativo y el de *OP* (eficacia supervisora del consejo) no es significativo. Esto implica que cuando la propiedad de la empresa se encuentra concentrada en propietarios no vinculados a la gestión, se produce un efecto sustitución del consejo. De tal modo que, a medida que aumenta la propiedad de los propietarios, la eficacia supervisora del consejo se mantiene y el nivel retributivo del equipo de alta dirección disminuye. En las estimaciones (2) y (3) se puede observar que el producto de las variables *OP* y *OC* es negativo y significativo, por lo que a medida que aumenta la propiedad de los propietarios y el consejo de administración tiene mayor eficacia supervisora, los efectos sobre la disminución de la retribución son aun mayores debido al efecto marginal que provoca la acción supervisora del consejo.

## 5. CONCLUSIONES Y DISCUSIÓN

La estructura de propiedad se configura como un mecanismo natural de supervisión de las actuaciones de los altos directivos de una organización. Como consecuencia de los requisitos tanto técnicos como de mercado, la estructura de propiedad en las grandes sociedades no es sino el reflejo del equilibrio existente entre las preferencias que tienen los propietarios y las que tienen los altos directivos (JENSEN y MECKLING, 1976). Y es que la realidad muestra que una elevada concentración de propiedad puede evitar ciertos problemas de agencia, sin embargo, por otro lado, una mayor especialización se hace necesaria para disponer de altos directivos capaces de gestionar estructuras organizativas complejas y diversificar el riesgo entre los propietarios (GALVE y SALAS, 1992).

Además, la estructura de propiedad interactúa de manera muy estrecha con el consejo de administración en las labores de control y supervisión de las actuaciones del equipo de alta dirección (ZAJAC y WESTPHAL, 1995). En este sentido, no hay que obviar el hecho de que la eficacia supervisora del consejo viene determinada por el tipo de estructura de propiedad y, más concretamente, por el tipo de propietario que ejerce el control mayoritario en la empresa (BATHALA y RAO, 1995; WHIDBEE, 1997; LEFORT y URZÚA, 2008). De la interacción de ambos mecanismos resultará el establecimiento de controles más o menos estrictos para el equipo de alta dirección, y, por supuesto, de la fijación de un determinado nivel retributivo que refleje dicho control.

Con este trabajo se ha pretendido conocer, en el caso de las empresas cotizadas españolas y para un periodo de cuatro años (2004-2007), cómo influye dicho efecto interactivo en las retribuciones y de qué modo actúan las relaciones de sustitución y complementariedad (REDIKER y SETH, 1995; WHIDBEE, 1997) en el ajuste de los niveles retributivos en el equipo de alta dirección. Según se trate de un tipo u otro de propietario mayoritario que ejerce el control sobre la compañía y según se establezcan las relaciones entre ese propietario mayoritario y el consejo en su papel de supervisor. Los resultados obtenidos han estado, en general, en la línea de lo esperado, permitiendo obtener una precisa radiografía de cómo actúan los mecanismos de gobierno principales en relación con el establecimiento de los niveles retributivos de la alta dirección. Para discutir estos resultados es preciso primeramente diferenciar entre los relativos a los contextos de baja concentración de propiedad y los de alta concentración de propiedad.

Cuando la propiedad de la empresa está dispersa en accionistas minoritarios, los incentivos que estos tienen para supervisar al equipo de alta dirección son reducidos (GROSSMANN y HART, 1980), pues su peso político es pequeño y se encuentran menos motivados en el ejercicio de la supervisión, adoptando una postura pasiva en la defensa de sus intereses. Como se esperaba, en este caso se ha encontrado que son los consejos de administración en los que los pequeños accionistas delegan la actividad de control y supervisión. Y, en este sentido, hay una relación negativa entre eficacia supervisora del consejo y retribución del equipo de alta dirección: a medida que los consejos tienen mayor presencia de independientes y cuentan con comisiones de retribución más activas, los niveles retributivos del equipo de alta dirección disminuyen, confirmándose, pues, las premisas de la teoría de la agencia.

En contextos de alta concentración de propiedad, los resultados confirman que el grado de supervisión sobre las actuaciones del equipo de alta dirección y sobre su retribución depende del tipo de accionista mayoritario y de si este complementa o sustituye la labor supervisora del consejo de administración (TOSI y GÓMEZ MEJÍA, 1989). Cuando son los miembros de la alta dirección los que participan significativamente en la propiedad de la empresa, la eficacia supervisora del consejo se ve afectada dependiendo del porcentaje de propiedad que poseen (BATHALA y RAO, 1995; WHIDBEE, 1997; DONNELLY y KELLY, 2005). Si su participación es baja, nos encontramos ante una situación de propiedad dispersa, en la que se produce un efecto alineación entre los intereses de los altos directivos y la del resto de propietarios (TOSI y GÓMEZ MEJÍA, 1989; JENSEN, 1993). Como ya se ha comentado anteriormente, en este contexto surge la figura del consejo como el órgano en el que se delega la capacidad de supervisar al equipo de alta dirección. Cuanto mayor sea la independencia y la operatividad del consejo, menores serán los niveles retributivos que perciben los altos directivos.

En cambio, si la participación de los altos directivos en la propiedad se va haciendo mayor, se produce el efecto atrincheramiento (DEMSETZ, 1983; FAMA y JENSEN, 1983). Los resultados de las estimaciones muestran que a partir de una participación en la propiedad del 1,63 por 100, se puede afirmar que el equipo de alta dirección adquiere suficiente poder como para reducir la independencia y eficacia supervisora del consejo (BATHALA y RAO, 1995; WHIDBEE, 1997), para así poder obtener mayores niveles retributivos. No obstante, si los altos directivos adquieren tanta propiedad que se convierten en accionistas mayoritarios aparece el efecto convergencia –a partir de una participación en la propiedad del 13,79 por 100, según los resultados del modelo estimado–, que provoca una coincidencia entre los intereses del equipo de alta dirección y los del resto de propietarios. En este caso, los altos directivos se convierten en propietarios y, a pesar de la baja eficacia supervisora del consejo como consecuencia de su falta de independencia real, los niveles retributivos del equipo de alta dirección disminuyen, ya que los altos directivos se muestran más interesados en los beneficios finales de la empresa que en las recompensas vía salario.

Cuando la mayoría de la propiedad está concentrada en individuos no vinculados a la gestión de la empresa, pero que ejercen el control en la misma, los resultados han puesto de manifiesto la existencia del efecto sustitución en la empresa española (AGRAWAL y KNOEBER, 1996; LEFORT y URZÚA, 2008). Esto supone que el control directo ejercido por este tipo de propietario sobre el equipo de alta dirección compensa la menor eficacia supervisora del consejo –debido a que este pasa a un segundo plano, ya que el propietario prefiere ejercer la supervisión directamente y no de forma indirecta a través del consejo– (REDIKER y SETH, 1995; COLES *et al.*, 2001), y tiene como consecuencia la disminución de los niveles retributivos de los altos directivos.

En cambio, cuando son los inversores institucionales los que ostentan el control efectivo de la empresa, a través de una parte significativa en la propiedad, los resultados muestran, en contra de lo evidenciado en estudios anteriores (SHLEIFER y VISHNY, 1997; DAVID *et al.*, 1998), que la eficacia supervisora no mejora. La falta de significación del efecto interacción entre inversores institucionales y consejo de administración no deja lugar a dudas: la presencia de inversores institucionales en el consejo no hace aumentar la calidad ni la cantidad de supervisión ejercida sobre el equipo de alta dirección. No parece, pues, que los inversores institucionales de la empresa española estén centrados en mejorar el control sobre la actuación de la alta dirección o, al menos, no parecen estar muy interesados en moderar sus retribuciones.

En el contexto de la empresa española, algunas de las razones que con mayor probabilidad pueden explicar esta situación, basándonos en el estudio de RAJAN (1992), pueden ser las siguientes: bien que los inversores institucionales utilicen el poder de su participación para mejorar su posición, dejando a un lado aspectos como la supervisión del equipo de alta dirección, o bien que el inversor institucional –normalmente una sociedad– se enfrente a la doble problemática de agencia (la de alto directivo-accionista y la de accionista-vigilante) que hace que disminuya la capacidad supervisora que el representante del inversor institucional –normalmente directivo de otra u otras empresas– ejerza sobre el equipo de alta dirección.

En definitiva, considerando la casuística analizada, se puede concluir que las empresas cotizadas españolas se caracterizan por tener una alta concentración de propiedad que influye de manera significativa en la eficacia supervisora de los consejos y que, a su vez, determina fuertemente los niveles retributivos que reciben sus altos directivos. Estos resultados, que en principio podría presumirse como positivos desde el punto de vista de los argumentos de agencia –a mayor concentración de propiedad mayor moderación de la retribución del equipo de alta dirección–, no son, sin embargo, todo lo alentadores que podríamos esperar. Si comparamos la retribución de los altos directivos españoles con la del resto de países europeos, España se sitúa entre los que mejor pagan a sus directivos (BAIXAULI SOLER y SÁNCHEZ MARÍN, 2010; Informe AECA, 2008). ¿Cómo se explica, entonces, estas elevadas retribuciones?

Si analizamos con más detalle los resultados, se puede afirmar que la elevada concentración de propiedad de la empresa española no siempre va en beneficio de los minoritarios y, por tanto, no se traduce en reducciones retributivas para la alta dirección (DE MIGUEL *et al.*, 2004). En primer lugar, debido a que en la mayor parte de las ocasiones, cuando la propiedad está concentrada en los miembros de la alta dirección, estos están «atrincherados», debido a que solo se necesita un 1,63 por 100 de propiedad para poder ser influyente en el consejo de administración. Por tanto, en la mayor parte de las ocasiones el equipo de alta dirección va a perseguir sus propios intereses, teniendo una mayor discrecionalidad para anular al consejo de administración en su labor supervisora y tratar de establecerse unos niveles retributivos más elevados.

En segundo lugar, en el caso de empresas controladas por inversores institucionales, su presencia no hace que la eficacia supervisora del consejo aumente, así como tampoco muestran interés en controlar directamente a través de sus representantes. Dadas las múltiples participaciones cruzadas existentes en las empresas cotizadas españolas (SALAS, 2002; DE MIGUEL *et al.*, 2004), la independencia de este tipo de inversores se podría poner en tela de juicio, como consecuencia de la múltiple

problemática de agencia a la que se enfrentan en multitud de ocasiones (RAJAN, 1992). Esto tiene como resultado que las retribuciones del equipo de la alta dirección no se ven afectadas y, por tanto, siguen siendo altas a pesar de la presencia de este tipo de propietario mayoritario.

Y, en tercer lugar, solo en el caso de las empresas controladas por propietarios mayoritarios ajenos a la dirección, es cuando se produce una moderación retributiva, pero no como consecuencia de la mayor eficacia supervisora del consejo –que sigue siendo ineficiente en este caso– sino a través del control directo y personal que este propietario ejerce sobre la labor de la alta dirección y sobre su retribución.

La evidencia empírica, por tanto, no es concluyente en relación con los supuestos de agencia, por lo que debe contextualizarse. De hecho, nuestro trabajo es acorde con el de LEECH y LEAHY (1991), quienes encontraron una relación significativa y negativa entre la concentración y el desempeño de la organización, por lo que se puede intuir que no siempre un accionista mayoritario con gran parte de la propiedad elimina del todo los problemas de agencia ya que, por diversos motivos, puede no estar implicado totalmente en el gobierno de la empresa o utilizar su voto o posición para obtener ventajas que maximicen su interés personal. Estos diversos motivos pueden venir explicados por el contexto que, en el caso de la empresa cotizada española, no es beneficioso para los intereses del accionista minoritario (BAIXAULI SOLER y SÁNCHEZ MARÍN, 2010; DE ANDRÉS *et al.*, 2005; SÁNCHEZ MARÍN *et al.*, 2010).

En definitiva, únicamente a través de consejos de administración eficientes y con estructuras de propiedad que faciliten el control de la alta dirección, es como el diseño de la retribución de los altos directivos puede ser un mecanismo que, en el futuro, pueda llegar realmente a operar en términos de alineamiento estratégico entre propiedad y control. Incluso a pesar de las propuestas y recomendaciones que, en este sentido, se han realizado mediante la implantación del Código Unificado de Buen Gobierno Corporativo en 2006, aún hay muchas acciones en las que profundizar en esta línea (BAIXAULI SOLER y SÁNCHEZ MARÍN, 2010; Informe AECA, 2008). El éxito de dichas medidas debe radicar fundamentalmente en que sean un sistema efectivo de señales (GISPERT y ORTÍN, 2002), y que a través de los responsables de las sociedades, como principales impulsores de su implantación, se adquiera conciencia de la efectividad de dichas medidas efectivas, no solo en términos económicos sino también en términos sociales y de reputación.

Para terminar, hay que señalar que este estudio no está exento de ciertas limitaciones que pretendemos superar en futuras líneas de trabajo en la medida en que la disponibilidad de información –tan delicada cuando se trata de materia retributiva– sea mayor. La primera y principal está relacionada con las medidas retributivas, dado que solo se ha considerado el nivel retributivo total del equipo de alta dirección, sin distinción de lo que corresponde a retribución fija y variable. Sin embargo, los informes de gobierno corporativo publicados por la CNMV no distinguen entre componentes salariales en la mayoría de los casos, por lo que ha resultado imposible superar dicha limitación. Por otro lado, el estudio no diferencia entre los miembros del equipo de alta dirección que pertenecen o no al consejo de administración, algo que resultaría de gran interés dado que los conceptos retributivos difieren ampliamente entre unos y otros. Sin embargo, nuevamente el hecho de que en los informes de gobierno corporativo no se diferencie entre ambos colectivos a nivel de porcentaje de propiedad poseído, nos condujo a limitar el análisis de los datos a nivel agregado de este colectivo.

# Bibliografía

- AECA [2008]: «Retribución del alto directivo y gobierno corporativo». Documento n.º 19, Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas, Serie Organización y Sistemas. Ed. AECA. Madrid.
- AGRAWAL, A. y KNOEBER, C.R. [1996]: «Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders». *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 31, págs. 377-397.
- BAIXAULI SOLER, J.S. y SÁNCHEZ MARÍN, G. [2010]: «Organizational governance and TMT pay level adjustment». *Journal of Business Research*, doi:10.1016/j.jbusres.2010.09.011.
- BALTAGI, B.H. [2001]: *Econometric Analysis of Panel Data*. Wiley. Chichester.
- BATHALA, C.T., MOON, K.P. y RAO, R.P. [1994]: «Managerial ownership, debt policy and the impact of institutional holdings: An agency perspective». *Financial Management*, vol. 23, págs. 38-50.
- BATHALA, C.T. y RAO, R.P. [1995]: «The determinants of board composition: An agency theory perspective». *Managerial and Decision Economics*, vol. 16, págs. 59-69.
- BECHT, M. y RÖELL, A. [1999]: «Blockholdings in Europe: An international comparison». *European Economic Review*, n.º 43, págs. 1.049-1.056.
- BERLE, A.A. y MEANS, G.C. [1932]: *The modern corporation and private property*. Nueva York. MacMillan.
- BERTRAND, M. y MUHANATHAN, S. [2000]: «Do CEO set their own pay? The ones without principals do». *NBER Working Paper*, n.º 7.604.
- BIANCO, M. y CASAVOLA, P. [1999]: «Italian corporate governance: Effects on financial structure and firm performance». *European Economic Review*, n.º 43, págs. 1.057-1.069.
- BOYD, B.K. [1994]: «Board control and CEO compensation». *Strategic Management Journal*, vol. 15, págs. 335-344.
- BOZEC, Y. y BOZEC, R. [2007]: «Ownership concentration and corporate governance practices: Substitution or expropriation effects?». *Canadian Journal of Administrative Sciences*, vol. 24, págs. 182-195.
- BRICK, I.E., PALMON, O. y WALD, J.K. [2006]: «CEO compensation, director compensation, and firm performance: Evidence of cronyism». *Journal of Corporate Finance*, vol. 12, págs. 403-423.
- CHENG, S. y FIRTH, M. [2005]: «Ownership, corporate governance and top management pay in Hong Kong». *Corporate Governance: An International Review*, vol. 13, págs. 291-302.
- COLES, J.W., MCWILLIAMS, V.B. y SEN, N. [2001]: «An examination of the relationship of governance mechanism to performance». *Journal of Management*, vol. 27, págs. 23-50.
- CONYON, M.J. y PECK, S.I. [1998]: «Board control, remuneration committees, and top management compensation». *Academy of Management Journal*, vol. 41, págs. 146-151.
- CORE, J.E, HOLTHAUSEN, R.W. y LARCKER, D.F. [1999]: «Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance». *Journal of Financial Economics*, vol. 51, págs. 371-406.
- CYERT, R., KANG, S. y KUMAR, P. [2002]: «Corporate governance, takeovers, and top-management compensation: Theory and evidence». *Management Science*, vol. 48, págs. 453-469.
- DAVID, P., KOCHHAR, R. y LEVITAS, E. [1998]: «The effect of institutional investors on the level and mix of CEO compensation». *Academy of Management Journal*, vol. 41, págs. 200-208.
- DE ANDRÉS, P., AZOFRA, V. y RODRÍGUEZ, J.A. [2000]: «Endeudamiento, oportunidades de crecimiento y estructura contractual: Un contraste empírico para el caso español». *Investigaciones Económicas*, vol. 24, págs. 641-679.



- DE ANDRÉS, P., AZOFRA, V. y LÓPEZ, F. [2005]: «Corporate boards in OECD countries: Size, composition, functioning and effectiveness». *Corporate Governance: An International Review*, vol. 13, págs. 197-210.
- DE MIGUEL, A., PINDADO, J. y DE LA TORRE, C. [2004]: «Ownership structure and firm value: New evidence from Spain». *Strategic Management Journal*, vol. 25, págs. 1.199-1.207.
- DEMSETZ, H. [1983]: «The structure of ownership and the theory of the firm». *Journal of Law and Economics*, vol. 26, págs. 375-390.
- DONNELLY, R. y KELLY, P. [2005]: «Ownership and board structures in Irish plcs». *European Management Journal*, vol. 23, págs. 730-740.
- FACCIO, L. y LANG, L. [2002]: «The ultimate ownership of Western European corporations». *Journal of Financial Economics*, vol. 65, págs. 365-395.
- FAMA, E.F. y JENSEN, M.C. [1983]: «Separation of ownership and control». *Journal of Law and Economics*, vol. 2, págs. 301-325.
- GALVE, C. y SALAS, V. [1992]: «Estructura de propiedad de la empresa». *Información Comercial Española (ICE)*, n.º 701, págs. 79-90.
- GISPERT, C. y ORTÍN, P. [2002]: «Mecanismos de disciplina de los directivos en España: el consejo de administración y los sistemas de retribución». *Ekonomiaz*, n.º 50, segundo cuatrimestre, págs. 138-157.
- GOLDBERG, L. e IDSON, T. [1995]: «Executive compensation and agency effects». *The Financial Review*, vol. 30, págs. 313-335.
- GÓMEZ MEJÍA, L.R. y WISEMAN, R.M. [1997]: «Reframing executive compensation: and assessment and outlook». *Journal of Management*, vol. 23, págs. 291-374.
- GROSSMANN, S.J. y HART, O.D. [1980]: «Takeover bids, the free rider problem and the theory of the corporation». *Bell Journal of Economics*, vol. 2, págs. 42-64.
- HART, O. [1995]: «Corporate governance: Some theory and implications». *The Economic Journal*, vol. 105, págs. 678-689.
- HARTZELL, J.C. y STARKS, L.T. [2003]: «Institutional investors and executive compensation». *The Journal of Finance*, vol. 58, págs. 2.351-2.374.
- HAUSMAN, J.A. [1978]: «Specification tests in econometrics». *Econometrica*, vol. 46, págs. 1.251-1.271.
- JENSEN, M.C. [1993]: «The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems». *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 6, págs. 4-23.
- JENSEN, M.C. y MECKLING, W.H. [1976]: «Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost and ownership structure». *Journal of Financial Economic*, vol. 3, págs. 305-360.
- KHAN, R., DHARWADKAR, R. y BRANDES, P. [2005]: «Institutional ownership and CEO compensation: A longitudinal examination». *Journal of Business Research*, vol. 58, págs. 1.078-1.088.
- LAMBERT, R., LACKER, D.F. y WEIGLET, K. [1993]: «The structure of organizational incentives». *Administrative Science Quarterly*, vol. 38, págs. 438-461.
- LEECH, D. y LEAHY, J. [1991]: «Ownership structure, control type classifications and the performance of large British companies». *Economic Journal*, vol. 101, págs. 1.418-1.437.
- LEFORT, F. y URZÚA, F. [2008]: «Board independence, firm performance and ownership concentration: Evidence from Chile». *Journal of Business Research*, vol. 61, págs. 615-622.
- LI, J., LAM, K., QIAN, G. y FANG, Y. [2006]: «The effects of institutional ownership on corporate governance and performance: An empirical assessment in Hong Kong». *Management International Review*, vol. 46, págs. 259-276.

- MANGEL, R. y SINGH, H. [1993]: «Ownership structure, board relations and CEO compensation in Large U. S. corporations». *Accounting and Business Research*, vol. 23, págs. 339-350.
- MAUG, E. [1998]: «Large shareholders as monitors: Is there a trade-off between liquidity and control?». *Journal of Finance*, vol. 53, págs. 65-97.
- MCCONNELL, J.J. y SERVAES, H. [1990]: «Additional evidence in equity ownership and corporate value». *Journal of Financial Economic*, vol. 27, págs. 595-612.
- MEHRAN, H. [1995]: «Executive compensation, structure ownership, and firm performance». *Journal of Financial Economics*, vol. 38, págs. 163-184.
- MORCK, R., SHLEIFER, A. y VISHNY, R.W. [1988]: «Management ownership and market valuation: An empirical analysis». *Journal of Financial Economics*, vol. 20, págs. 293-315.
- OZKAN, N. [2007]: «Do corporate governance mechanisms influences CEOs compensation? An empirical investigation of UK companies». *Journal of Multinational Financial Management*, vol. 17, págs. 349-364.
- PEDERSEN, T. y THOMSEN, S. [1997]: «European patterns of corporate ownership». *Journal of International Business Studies*, vol. 28, págs. 759-778.
- PREVOST, A.K., RAO, R.P. y HOSSAIN, M. [2002]: «Board composition in New Zealand: An agency perspective». *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 29, págs. 731-760.
- RAJAN, R. [1992]: «Insiders and outsiders: the choice between relationship and arms-length debt». *Journal of Finance*, vol. 47, págs. 1.367-1.400.
- REDIKER, K. y SETH, A. [1995]: «Board of directors and substitution effects of alternative governance mechanisms». *Strategic Management Journal*, vol. 16, págs. 85-99.
- SALAS, V. [2002]: «El gobierno de la empresa». *Colección de Estudios Económicos de La Caixa*, n.º 29, Barcelona.
- SÁNCHEZ MARÍN, G, BAIXAULI SOLER, J.S. y LUCAS PÉREZ, M.E. [2010]: «When much is not better? Top management compensation, board structure and performance in Spanish firms». *International Journal of Human Resource Management*, vol. 21, págs. 2.778-2.797.
- SHLEIFER, A. y VISHNY, R.W. [1997]: «A survey of corporate governance». *The Journal of Finance*, vol. 52, págs. 737-783.
- SHORT, H. [1994]: «Ownership, control, financial structure and the performance of the firm». *Journal of Economic Surveys*, vol. 8, págs. 203-249.
- TOSI, H.L. y GÓMEZ MEJÍA, L.R. [1989]: «The decoupling of CEO pay and performance: An agency theory perspective». *Administrative Science Quarterly*, vol. 34, págs. 169-189.
- USEEM, M. y GAGER, C. [1996]: «Employee shareholders or institutional investors? When corporate managers replace their stockholders». *The Journal of Management Studies*, vol. 33, págs. 613-632.
- VAFEAS, N. [2003]: «Further evidence on compensation committee composition as a determinant of CEO compensation». *Financial Management*, vol. 32, págs. 53-70.
- WHIDBEE, D.A. [1997]: «Board composition and control of shareholder voting rights in the banking industry». *Financial Management*, vol. 26, págs. 27-41.
- ZAJAC, E.J. y WESTPHAL, J.D. [1995]: «Accounting for the explanations of CEO compensation: Substance and symbolism». *Administrative Science Quarterly*, vol. 40, págs. 283-308.