

NIVEL DE RIESGO EN LA RETRIBUCIÓN DEL MÁXIMO RESPONSABLE EJECUTIVO

Álvarez Pérez, M.D.

Neira Fontela, E.

Universidad de Santiago de Compostela

RESUMEN

El objetivo del trabajo es analizar, en las sociedades cotizadas españolas, la influencia de la composición y estructura del Consejo de Administración, las características personales del máximo responsable ejecutivo y distintas contingencias de la empresa en el nivel de riesgo del paquete retributivo del primer ejecutivo. Los resultados revelan que el riesgo del paquete retributivo es mayor cuando la empresa está diversificada y cuando desarrolla una estrategia competitiva proactiva.

PALABRAS CLAVE: Gobierno de empresa, Consejo de administración, Retribución, Alta dirección, Máximo responsable ejecutivo.

INTRODUCCIÓN

La retribución de la alta dirección adquiere una relevancia creciente en todos los países industrializados. Cada vez resultan más típicos los paquetes compuestos de retribución monetaria fija y variable (a corto y a largo plazo), y retribución en especie.

La retribución monetaria fija, al minimizar el riesgo del perceptor, es altamente valorada por el directivo; no obstante, cuando es la única forma de compensación o cuando representa un porcentaje muy elevado del total de la retribución puede desincentivar a los directivos en la creación de valor para los accionistas. Los directivos pueden realizar desembolsos que repercutan favorablemente en la consecución de sus propios objetivos (por ejemplo, prestigio), pero que no en los de los accionistas.

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), alineando así los intereses de los directivos y de los accionistas. Algunas investigaciones (Tosi, Katz y Gomez Mejia, 1997) corroboran que la retribución contingente, cuando está bien diseñada, es un mecanismo más poderoso que la supervisión para asegurar que el "agente" actúe de acuerdo con los intereses del "principal". Además, la retribución variable ayuda a controlar los costes laborales, haciendo a la empresa más competitiva.

Pese a sus ventajas, la retribución variable transfiere riesgo a quien la percibe. Exponer a grandes riesgos al directivo puede ser perjudicial, ya que puede acentuar su aversión al riesgo más de lo deseado por los accionistas.

Para la teoría de la agencia¹, el Consejo de Administración constituye un instrumento de supervisión y control, cuya función principal consiste en alinear las actuaciones de la dirección con los intereses de los accionistas. Entre los medios a su disposición se encuentra el diseño del sistema de retribución de la alta dirección (Holmstrom, 1979; Eaton y Rosen, 1983; Eisenhardt, 1989; Zajac y Westphal, 1994).

Entre las decisiones que engloba el diseño del sistema de retribución destacamos el riesgo de la retribución, determinado por tres dimensiones: variabilidad o fluctuación, orientación temporal y penalización (Tosi y Gomez Mejia, 1989; Gomez Mejia y Balkin, 1992). Así, por ejemplo, el riesgo de la retribución disminuirá en la medida que los ingresos de la alta dirección: (1) sean relativamente estables, (2) estén conformados en mayor grado por incentivos a corto plazo y (3) estén protegidos contra la disminución del rendimiento de la empresa -la retribución aumente con la mejora del resultado de la empresa, pero no disminuya cuando éste se reduzca.

El grado de riesgo de la retribución del máximo responsable ejecutivo 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.

En la mayoría de los países, el debate se ha planteado sobre el proceso de selección de los consejeros externos². En el Reino Unido, se ha criticado que la persona encargada del proceso de selección sea el Presidente del Consejo que, en la mayoría de los casos, es al mismo tiempo el primer ejecutivo (Cadbury, 1996). Esta misma crítica se repitió en otros países, como Estados Unidos y Francia (Bengoechea, 1996; Yoshimori, 1997). En España, la cooptación es una forma de nombramiento reconocida por el artículo 138 de la Ley de Sociedades Anónimas que establece: "si durante el plazo para el que fueron nombrados los administradores se produjesen vacantes, el Consejo podrá designar entre los accionistas las personas que hayan de ocuparlas hasta que se reúna la primera Junta General". En la práctica, este procedimiento excepcional es el habitualmente empleado para la designación de administradores. El Consejo no propone a la Junta un nombramiento, sino que solicita de la misma su ratificación; además, la facultad de cubrir provisionalmente las vacantes por el sistema de cooptación y de someter a la consideración de los accionistas las correspondientes propuestas de nombramiento, unida a la escasa participación del capital flotante en la Junta General, confiere al Consejo, o a quien lo domine, influencia en el proceso de designación.

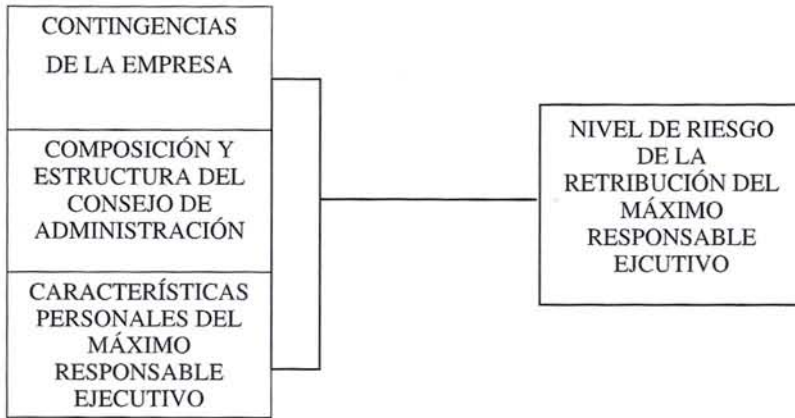
En resumen, la composición y estructura del Consejo, en la medida que condicionan su independencia, se consideran determinantes del control del proceso de retribución, así como del riesgo del paquete de retribución del Máximo Responsable Ejecutivo (MRE).

Nuestra investigación se ha centrado en analizar la influencia en el nivel de riesgo de la retribución del MRE, de: (1) la composición y estructura del Consejo de Administración; (2) las características personales del máximo responsable ejecutivo; y (3) las contingencias estratégicas de la empresa.

DETERMINANTES DEL NIVEL DE RIESGO DE LA RETRIBUCIÓN DEL MAXIMO RESPONSABLE EJECUTIVO.

Tomando como punto de partida los planteamientos de las teorías de la agencia y managerialista, el objetivo de este apartado es revisar la literatura existente sobre los determinantes del nivel de riesgo de la retribución del Primer Ejecutivo (Figura 1).

Figura 1. Determinantes del riesgo de la retribución del máximo responsable ejecutivo



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 ciertos 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 para el debate y proclives a que sus reuniones sean rutinarias.

Las investigaciones que analizan la influencia de la composición cualitativa del Consejo en la retribución del MRE presentan resultados diversos. Por ejemplo, Westphal y Zajac (1995) y Conyon y Peck (1998) revelan una relación positiva, aunque débil, entre el 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). Varias investigaciones revelan una relación positiva entre la dualidad de los cargos "MRE/Presidente" y el nivel de retribución del primero (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).

La eficacia y la supervisión del Consejo pueden incrementarse con la creación de Comités de Nombramiento y Retribución, a los que confiar la determinación del sistema de retribución de la alta dirección (Informe Cadbury, 1992; Informe Olivencia, 1998).

En ausencia de un Comité de retribución, o cuando en él están presentes miembros ejecutivos, 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; Ezzamel y Watson, 1997; Main y Johnston, 1993).

En definitiva, un mal funcionamiento del Consejo puede permitir al MRE incrementar su poder en el mismo; poder que puede utilizar para diseñar un sistema de retribución acorde con sus intereses personales. Según San Sebastián (1996), son los altos ejecutivos, en la medida en que dominen el Consejo y éste a la Junta, los que realmente determinan su propia retribución y la del resto de los consejeros.

Los resultados de la investigación de Tosi y Gomez Mejia (1989) revelan que: (1) el control del proceso de retribución influye positivamente en el riesgo del paquete del MRE y (2) 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 MRE con el rendimiento de la empresa. Paralelamente, Daily y otros (1998) plantean la hipótesis de que cuánto 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.

Características personales del máximo responsable ejecutivo y su retribución.

Diversos trabajos (Gibbons y Murphy, 1992; Hill y Phan, 1991; Murphy, 1986) muestran que la sensibilidad de la retribución respecto al rendimiento del Primer Ejecutivo disminuye a medida que la antigüedad del MRE aumenta. De igual modo, el estudio realizado por Tosi y Gomez Mejia (1989) revela que la antigüedad en el puesto está correlacionada negativamente con el riesgo del paquete retributivo. Estos resultados pueden ser interpretados de acuerdo con el planteamiento de las teorías de la agencia y *managerialista*.

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 ir desarrollando una imagen precisa de la capacidad del agente y de sus contribuciones al rendimiento; por tanto, el valor de la información incremental sobre el agente, bien de los resultados o de los comportamientos, disminuye con el tiempo (Tosi, Katz y Gomez Mejia, 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 (Einsenshardt, 1989).

Para la teoría *managerialista*, una mayor antigüedad del Primer Ejecutivo puede interpretarse como una mayor familiaridad con el Consejo derivada de la posible influencia ejercida en el nombramiento de consejeros.

Contingencias de la empresa y retribución del máximo responsable ejecutivo.

La literatura de dirección estratégica señala que el contexto organizativo y estratégico afecta al grado de discrecionalidad de la alta dirección. Concretamente, como fuentes de discrecionalidad se han señalado: (1) la regulación de la industria (Hambrick y Finkelstein, 1987; Rajagopalan y Finkelstein, 1992; Crawford y otros 1995; Hubbard y Palia, 1995; Joskow, Rose y Sherpard, 1993; Finkelstein y Boyd, 1998), (2) el crecimiento del mercado (Gaver y Gaver, 1995; Smith y Watts, 1992; Collins y otros 1995; Finkelstein y Boyd, 1998), y (3) la estrategia de la empresa (Rajagopalan y Finkelstein, 1992).

Las industrias desreguladas, frente a las reguladas; el elevado crecimiento de mercado, frente a un crecimiento moderado; y el mayor grado de proactividad en la estrategia, son factores que conceden mayor discrecionalidad a la alta dirección. Por tanto, el impacto de sus decisiones en los resultados de la empresa será también mayor (Finkelstein y Hambrick, 1996).

La mayor libertad del directivo para tomar decisiones, así como la mayor asimetría de información entre propiedad y dirección existente en estos contextos, pueden promover elecciones que no redunden en la creación de valor para los accionistas; de ahí la importancia de que el Consejo de Administración instaure mecanismos que eviten comportamientos oportunistas (Jensen y Meckling, 1976).

En los entornos que otorgan gran discrecionalidad a la alta dirección, al Consejo de Administración le puede resultar difícil determinar de antemano las actuaciones idóneas, debido a: (1) la multitud de alternativas estratégicas existentes y (2) el número de variables que puede influir en los resultados, lo que genera ambigüedad causal (Snow y Hrebiniak, 1980). Además, dichos contextos se asocian con una mayor variabilidad e incertidumbre de los resultados (Hambrick y Finkelstein, 1987), lo que redundará en mayores costes de control e incremento del riesgo para los directivos (Rajagopalan y Finkelstein, 1992). En tales condiciones, por un lado, un control basado en el comportamiento requiere de información rápida y que abarque un campo de acción amplio, pero la implantación de sistemas con tales capacidades resulta costosa para la organización (Magee, 1986); por otro, la retribución variable al transferir un mayor riesgo al directivo, deberá ser compensada con el pago de una prima que se traduce en un nivel de retribución superior (Eaton y Rosen, 1983).

Los resultados de distintas investigaciones empíricas coinciden al señalar que el riesgo y el nivel de retribución del MRE son mayores en los contextos que otorgan mayor discrecionalidad al directivo.

El estudio realizado por Rajagopalan y Finkelstein (1992), en una muestra de 50 empresas eléctricas durante el período 1978-1982, revela que el riesgo y el nivel de retribución del MRE de las empresas que siguen una estrategia competitiva "prospectiva" es mayor que la de aquellas que formulan estrategias reactivas y/o defensivas³. Concretamente, las primeras emplean con mayor frecuencia bonos y opciones de compra sobre acciones y vinculan una porción mayor de la retribución al rendimiento de la empresa; asimismo, dicho estudio revela que la frecuencia de concesión de planes de incentivos a largo plazo aumenta en el período posterior a la desregulación del sector. Estos resultados son congruentes con los obtenidos por Crawford y otros (1995) en un trabajo cuyo objetivo era analizar la influencia de la desregulación de los bancos comerciales de EE.UU en la sensibilidad de la retribución de los altos directivos respecto al rendimiento de la empresa. Con este fin, recogieron datos de los salarios, bonos, opciones de compra y acciones de 239 CEOs pertenecientes a 124 bancos, durante el período 1976-1998. Los resultados mostraron que antes de la desregulación apenas se empleaban opciones de com-

pra de acciones para retribuir al CEO; en cambio, después de la desregulación, la sensibilidad retribución-rendimiento estimada para las opciones de compra y acciones poseídas se había incrementado notablemente.

Un trabajo más reciente, realizado por Finkelstein y Boyd (1998) partiendo de una muestra de las 600 empresas mayores de EE.UU, analiza la relación entre el grado de discrecionalidad del MRE y su retribución. El nivel de discrecionalidad se representó como un constructo latente medido a través de distintos indicadores: crecimiento del mercado, gastos en I+D, gastos en publicidad, concentración de la industria, inestabilidad de la demanda, intensidad de capital y regulación de la industria. Los resultados muestran una relación positiva entre el nivel de discrecionalidad y la remuneración obtenida en concepto de incentivos a largo plazo.

Los resultados de las investigaciones analizadas apoyan la idea de que en los contextos que otorgan gran discrecionalidad a los directivos, los planes de retribución contingentes minimizan los costes de control y el mayor riesgo asumido por el agente se compensa con el pago de una prima (Walsh y Seward, 1990).

En España, Ortín y Salas (1997) hallaron que la probabilidad de que un directivo recibiera un bono: (1) se relacionaba inversamente con el tamaño de la empresa; (2) no se encontraba afectada por el crecimiento del sector; y (3) era más baja en los sectores y empresas reguladas. También encontraron que entre las empresas no reguladas, los directivos con probabilidad más elevada de obtener un bono eran los que trabajaban en empresas de alta tecnología, seguidos por los de servicios profesionales y otros servicios e industrias.

ESTUDIO EMPÍRICO

Basándonos en la revisión anterior, en este apartado se contrastan empíricamente un conjunto de hipótesis relativas a la influencia en el nivel de riesgo de la retribución del MRE de empresas cotizadas en España, de: (1) la composición y estructura del Consejo de Administración, (2) diversas características personales del primer ejecutivo y (3) distintas contingencias de la empresa (Figura 2).

Hipótesis propuestas

Las dos primeras hipótesis, que plantean la posible influencia de la estructura del Consejo de Administración en la retribución del MRE, se han elaborado de acuerdo con los principios de la teoría manageralista. De este modo, la dualidad de los cargos MRE/Presidente y la falta de un Comité de Retribución debidamente constituido pueden permitir al máximo responsable ejecutivo influir en su retribución, primando sus propios intereses frente a los de los accionistas. Establecemos así las siguientes hipótesis:

- Hipótesis 1: En las empresas en que el MRE es, al mismo tiempo, Presidente del Consejo de Administración el riesgo de la retribución del Primer Ejecutivo 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 riesgo de la retribución del MRE será mayor que en aquellas en que no existe tal Comité.

Las dos siguientes hipótesis tienen que ver con características personales del primer ejecutivo, tales como: antigüedad en el puesto y participación en el capital de la empresa.

Según la teoría de la agencia, la información asimétrica entre el MRE y el Consejo de Administración se reduce con la permanencia del primero en el puesto, de ahí que la supervisión pueda ser menos costosa que la retribución contingente. También, la mayor participación del primer ejecutivo 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.

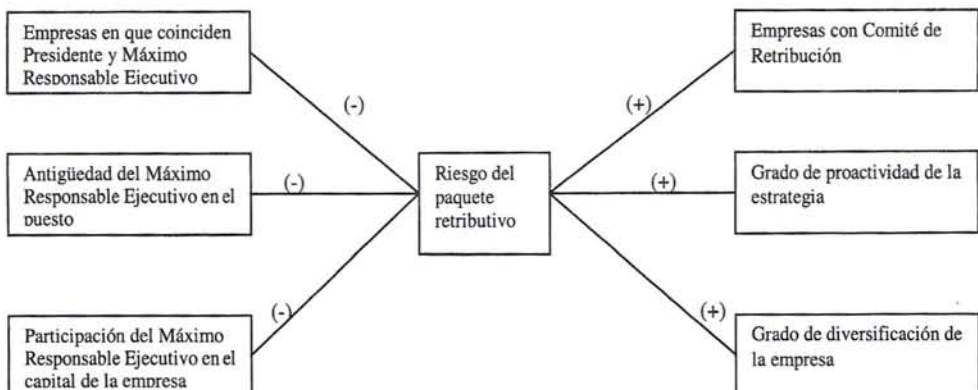
Desde el punto de vista de la teoría managerialista, tanto la antigüedad como la participación del MRE en el capital de la empresa pueden ser interpretadas como un mayor control sobre el nombramiento de consejeros. Entonces, planteamos las dos hipótesis siguientes:

- Hipótesis 3: La antigüedad en el puesto del MRE se relaciona negativamente con el riesgo de su retribución.
- Hipótesis 4: El porcentaje de capital poseído por el MRE se relaciona negativamente con el riesgo de su retribución.

Las dos hipótesis siguientes son planteadas de acuerdo con los postulados de la teoría de la agencia. La estrategia seguida por la empresa es, entre otros, un aspecto que incide en el grado de discrecionalidad del primer ejecutivo. Partiendo del supuesto de que las situaciones que conceden una mayor discrecionalidad: (1) suponen para el Consejo una mayor dificultad a la hora de especificar, de antemano, las actuaciones más idóneas del máximo responsable ejecutivo y (2) generan ambigüedad causal, prevemos una relación positiva entre las contingencias que otorgan mayor libertad al MRE y el nivel de riesgo de su retribución.

- Hipótesis 5: Cuando la estrategia competitiva de la empresa es proactiva (prospectora-analizadora) el riesgo de la retribución del MRE será mayor que cuando es defensiva.
- Hipótesis 6: Cuando la empresa está diversificada, el nivel de riesgo de la retribución del MRE será mayor que cuando no está diversificada.

Figura 2. Hipótesis planteadas.



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%.

Medida de las variables

Dualidad del Presidente y MRE. Variable dicotómica que toma el valor 1 cuando el cargo de máximo responsable 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 la participación del primer ejecutivo en el capital de la empresa.

Proactividad de la Estrategia. Variable dicotómica que toma el valor 1 cuando la estra-

tegia competitiva de la empresa es prospectora/analizadora y el valor 0 cuando es defensiva.

Diversificación. Variable dicotómica que toma el valor cero cuando la empresa opera en un único negocio/negocio dominante y 1 en el caso de diversificación de sus actividades.

Riesgo del paquete de retribución del MRE. Para valorar el riesgo del paquete de retribución utilizamos la metodología de Tosi y Gomez Mejia (1989) que consiste en una escala de tres dimensiones: orientación a largo plazo, variabilidad y penalización. Cada una de estas dimensiones se mide mediante una escala tipo Likert de cinco puntos. Para contrastar las hipótesis, el nivel de riesgo del paquete de retribución se obtiene calculando la puntuación media de las tres dimensiones.

Análisis y resultados

Una vez propuestos los determinantes del nivel de riesgo del paquete retributivo del máximo responsable ejecutivo, comenzamos realizando análisis de varianza para las variables categóricas y análisis de correlaciones para las variables métricas. Posteriormente, construimos un modelo de regresión lineal con todas las variables explicativas que en el análisis bivariado previo resultaron significativas ($p < 0.05$). Además, puesto que un problema del análisis bivariado es que ignora la posibilidad de que variables con una significación débil puedan llegar a ser significativas cuando se analizan conjuntamente, hemos introducido todas las variables explicativas que presentaban un $p < 0.1$.

Las tablas 1, 2, 3 y 4 presentan los resultados de los análisis de varianza, cuyas variables independientes son: dualidad MRE/Presidente (tabla 1), existencia de Comité de Retribución (tabla 2), estrategia competitiva (tabla 3) y estrategia corporativa (tabla 4).

Las tablas 1 y 2 muestran que la dualidad del cargo Presidente /Primer Ejecutivo y la existencia de Comité de Retribución no son variables explicativas del riesgo de la retribución del MRE. Al no existir diferencias significativas en el nivel de riesgo de la retribución cuando las funciones de primer ejecutivo son asumidas por el Presidente del Consejo y cuando no lo son, ni tampoco cuando en el Consejo existe un Comité de Retribución y cuando no existe, no podemos apoyar las hipótesis 1 y 2.

Las tablas 3 y 4 muestran que tanto la estrategia competitiva como la corporativa constituyen variables explicativas significativas ($p < 0.01$) del riesgo del paquete retributivo del MRE. El riesgo de la retribución es significativamente mayor en las empresas que optan por una estrategia competitiva prospectora/analizadora, frente a las que siguen una estrategia defensiva y significativamente menor en las empresas de negocio único frente a las diversificadas. Se apoyan así las hipótesis 5 y 6.

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

	Dualidad Presidente/Primer Ejecutivo				F
	SI		NO		
Variables	Media	E. T.	Media	E.T.	
Riesgo retribución	2.1	0.46	1.9	0.26	0.133
* $p < .10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$					

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

Variables	Existencia de Comité de Retribución				F
	SI		NO		
	Media	E. T.	Media	E.T.	
Riesgo retribución	2.21	0.30	1.77	0.35	0.946
* p < .10, ** p < 0.05, *** p < 0.01					

Tabla 3. Análisis de varianza respecto a la estrategia competitiva.

Variables	Estrategia competitiva				F
	Defensiva		Prospectora /Analizadora		
	Media	E. T.	Media	E.T.	
Riesgo retribución	1.27	0.22	2.38	0.22	7.256 ***
* p < .10, ** p < 0.05, *** p < 0.01					

Tabla 4. Análisis de varianza respecto a la estrategia corporativa.

Variables	Estrategia corporativa				F
	No diversificada		Diversificada		
	Media	E. T.	Media	E.T.	
Riesgo retribución	1.71	0.22	3.08	0.20	9.334 ***
* p < .10, ** p < 0.05, *** p < 0.01					

La tabla 5 muestra una relación negativa entre riesgo de la retribución y antigüedad en el puesto, aunque el nivel de significación es insuficiente ($p < 0.1$). También se observa un coeficiente de correlación negativo del riesgo con la participación en el capital de la empresa, pero tal relación no es significativa. En consecuencia, no se verifican las hipótesis 3 y 4.

En el modelo de regresión lineal del nivel de riesgo de la retribución hemos incluido como variables explicativas las siguientes: antigüedad en el puesto (correlacionada significativamente con la participación en el capital), estrategia competitiva y estrategia corporativa. Los resultados, que se recogen en la tabla 6, muestran como variables significativas: la estrategia competitiva ($B = 0.506$, $p < 0.01$) y la estrategia corporativa ($B = -0.559$, $p < 0.01$). El R^2 ajustado del modelo es de 0.572 ($F = 12.337$, $p < 0.01$).

Tabla 5. Matriz de correlaciones

	Antigüedad	Participación Capital	Riesgo
Antigüedad	1.00	.676***	-.417*
Participación Capital		1.00	-.140
Riesgo paquete			1.00
*p<0.1, **p<0.05,***p<0.01			

Tabla 6. Regresión: riesgo de la retribución.

VARIABLE DEPENDIENTE: Riesgo del paquete retributivo		
VARIABLES INDEPENDIENTES	B	
E. Corporativa	- 0.559 ***	R ² ajustado = 0.57 F= 12.337 ***
E. Competitiva	0.506 ***	
Antigüedad puesto	- 0.227	
*p <0.10; ** p<0.05, ***p<0.01		

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.

Un aspecto controvertido a la hora de diseñar la retribución es decidir su nivel de riesgo, determinado por tres dimensiones: orientación temporal, variabilidad y penalización. Si bien un mayor riesgo puede incentivar al directivo a emprender proyectos arriesgados y ampliar su horizonte en la toma de decisiones, transferir riesgo al agente supone un coste para el principal debido a que: (1) éste tendrá que pagar una prima, que se traduce en un nivel de retribución superior, para que el agente acepte un mayor riesgo, y (2) una transferencia de riesgo excesiva al agente puede acentuar más su aversión al riesgo

En nuestra investigación observamos que las contingencias estratégicas de la empresa constituyen determinantes significativos del nivel de riesgo de la retribución del MRE. Este resultado es coherente con el planteamiento de la teoría de agencia: el contexto de las empresas que siguen una estrategia prospectora/analizadora y de las que optan por una estrategia de diversificación puede dificultar la supervisión del Consejo, de ahí que pueda resultar efectivo transferir parte del riesgo al agente para incentivarle a tomar decisiones orientadas hacia la creación de valor.

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, la disponibilidad de un mayor volumen de información posibilite la realización de trabajos que permitan mejorar la comprensión de los determinantes del nivel de riesgo de la retribución del primer ejecutivo.

NOTAS

- (1) La teoría de la agencia, al igual que la teoría *managerialista*, se centran fundamentalmente en el control de la alta dirección. Ambas reconocen el conflicto de intereses entre accionistas y directivos, derivados de la separación entre propiedad y control; se diferencian en que mientras la primera enfatiza distintos mecanismos de control que limitan los comportamientos oportunistas de la alta dirección; la segunda presenta una situación en la que la dirección tiene "rienda suelta" para perseguir sus objetivos, debido a su capacidad para atrincherarse o neutralizar los mecanismos de control.
- (2) 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 (Álvarez y Castro, 1999), pues si bien los consejeros ejecutivos aportan información muy valiosa sobre la actividad de la empresa (Baysinger y Hoskisson, 1990; Goodstein y otros, 1984), su pre-

sencia mayoritaria en el Consejo puede desvirtuar la objetividad necesaria para evaluar las decisiones directivas y establecer sistemas de retribución que alineen los intereses de los directivos con los de los accionistas.

- (3) En España, la investigación realizada por Romero (1997) muestra que únicamente un 25% de las empresas que siguen una estrategia "exploradora" ofrecen niveles salariales a sus altos directivos superiores –directores generales y directores funcionales- a la media. Este mismo porcentaje, pero referido a niveles salariales inferiores a la media, se obtiene en las empresas "defensoras". La retribución variable tiene muy poca presencia.

BIBLIOGRAFÍA

- ALEXANDER, J.A.; FENNELL, M.L.; HALPERN, M.T. (1993): "Leadership Instability in Hospitals: The Influence of Board-CEO Relations and Organizational Growth and Decline", *Administrative Science Quarterly*, vol. 38, pp. 74-99.
- ALVAREZ, 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, pp. 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, pp.313-335.
- BENGOECHEA, J. (1996): "El gobierno de la empresa: características del debate actual", *Situación*, Servicio de Estudios de BBV, núm. 3, pp. 69-117.
- BOYD, B.K. (1994): "Board control and CEO compensation", *Strategic Management Journal*, vol. 15, núm.5, pp. 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.
- COLLINS, M.C.; BLACKWELL, D.W.; SINKEY, J.F., JR. (1995): "The relationship between corporate compensation policies and investment opportunities: empirical evidence for large bank holding companies", *Financial Management*, vol 24, n° 3, pp. 40-53.
- CONLON, E.J.; PARKS, J.M. (1990): "Effects of monitoring and tradition on compensation arrangements: An experiment with principal-agent dyads", *Academy of Management Journal*, vol 3, n° 3, pp. 603-622.
- CONYON, M.J.; PECK, S.I. (1998): "Board control, remuneration committees, and top management compensation", *Academy of Management Journal*, vol. 41, núm. 2, pp. 146-157.
- CRAWFORD, A.J.; EZZELL, J.R.; MILES, J. A. (1995): "Bank CEO pay-performance relations and the effects of deregulation", *The Journal of Business*, vol. 68, núm. 2, pp. 231-256.
- CYERT, R.M.; MARCH, J.G.(1963): *A behavioral theory of the firm*. Englewood Cliff, NJ Prentice-Hall, Inc.
- 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, pp. 209-220.
- DICODI 50.000. Anuario de Sociedades, Consejeros y Directivos. Grupo Asnef Equifax.
- EATON, J.; ROSEN, H. (1983): "Agency, delayed compensation, and the structure of executive remuneration", *The Journal of Finance*, vol. 38, n° 5, pp. 1489-1505
- 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, n° 1, pp. 57-74.
- EZZAMEL, M.; WATSON, R. (1997): "Wearing two hats: The conflicting management and control roles of non-executive directors", en K. Keasey, S. Thompson & M. Wright (Eds), *Corporate governance: Economic, management, and financial issues*. Oxford: Oxford University Press.
- FINKELSTEIN, S.; BOYD, B. K. (1998): "How much does the CEO matter? The role of managerial discretion in the setting of CEO compensation", *Academy of Management Journal*, vol. 41 n° 2 pp. 179-199.
- FINKELSTEIN, S.; HAMBRICK, D. (1996): *Strategic Leadership: Top Executives and Their Effects on Organizations*. St. Paul, Mn: West.
- FINKELSTEIN, S.; HAMBRICK, D. C. (1988): "Chief executive compensation. A synthesis and reconciliation", *Strategic Management Journal*, vol. 9, pp. 43-58.
- GAVER, J.; GAVER, K. (1995): "Compensation policy and the investment opportunity set", *Financial Management*, vol 24, n° 1, pp. 19-32.
- GIBBONS, R.; MURPHY, K. (1992): "Optimal incentive contracts in the presence of career concerns: theory and evidence", *Journal of Political Economy*, vol 100, n° 3, pp. 468-505.
- GOMEZ-MEJÍA, L.R.; BALKIN, D.B. (1992): *Compensation, Organizational Strategy, and Firm Performance*. South-Western Publishing Co.
- GOODSTEIN, J.; GAUTAM, K.; BOEKER W. (1984): "The Effects of Board Size and Diversity on Strategic Change", *Strategic Management Journal*, vol. 15, pp. 241-250.
- HAMBRICK, D.C. Y FINKELSTEIN, S. (1987): "Managerial discretion: A bridge between polar views of organizational outcomes", en L. L. Cummings & B. M. Staw (Eds), *Research In Organization Behavior*, vol. 9. Greenwich, CT: JAI Press, Inc.,
- HILL, C.W.; PHAN, P. (1991): "CEO tenure as a determinant of CEO pay", *Academy of Management Journal*, vol. 34, pp. 712-717.
- HOGAN, T. D.; McPHERTERS, L. R. (1980): "Executive compensation: performance versus personal characteristics", *Southern Economic Journal*, vol. 46, n° 4, pp. 1060-1068.

- HOLMSTRON, B. (1979): "Moral hazard and observability", *Bell Journal of Economics*, vol. 10, pp. 74-91.
- HUBBARD, R.G. Y PALIA, D. (1995): "Executive pay and performance: Evidence from the banking industry", *Journal of Financial Economics*, vol. 39, n° 1, pp. 105-130.
- INFORME CADBURY (1992): Código sobre "The Financial Aspects of Corporate Governance".
- 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, pp. 68-85.
- JENSEN, M.; MERCKLING, W.H. (1976): "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, vol. 3, n° 4, pp. 305-350.
- JOHNSON, J.; DAILY, C.; ELLSTRAND, A. (1996): "Board of directors: a review and research agenda", *Journal of Management*, vol.22, núm. 3, pp. 409-438.
- JOSKOW, P.; ROSE, N.; SHEPARD, A. (1993) "Regulatory constraints on CEO compensation" Washington, D.C.: National Bureau of Economic Research.
- MAGEE, R. P. (1986). *Advanced Management Accounting*, New York, NY: Harper and Row.
- MAIN, B.G M.; JOHNSTON, J. (1993): "Remuneration committees and corporate governance", *Accounting and Business Research*, vol 23, núm. 91A, pp. 351-362.
- MANGEL, R.; SINGH, H. (1993): "Ownership structure, board relations and CEO compensation in large U.S. corporations", *Accounting and Business Research*, vol. 23, núm. 91A, pp. 339-350.
- MEHRAN, H. (1995): "Executive compensation structure, ownership, and firm performance", *Journal of Financial Economics*, vol. 38, pp.163-184.
- MILGROM, P.; ROBERTS, J. (1993): *Economía, Organización y Gestión de la Empresa*. Editorial Ariel, S.A.
- MILKOVICH, G. T. Y WIGDOR, A. K., BRODERICK, R. F., Y MAVOR, A. S. (1991). *Pay for Performance: Evaluating Performance Appraisal and Merit Pay*. Washington, D. C.: Academy Press.
- MURPHY, K. J. (1986): "Incentives, learning and compensation: A theoretical and empirical investigation of managerial labor contracts", *Rand Journal of Economics*, vol. 17, pp. 59-76.
- ORTÍN, P.; SALAS, V. (1997) "Agency theory and internal labor markets explanations of bonus payments" Workshop on the impact of strategy, job design and organization structure on human resource management: scenarios for the 2000. Cádiz.
- 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, pp. 257-274.
- RAJAGOPALAN, N.; DATTA, D.K. (1996): "CEO characteristics: Does industry matter?", *Academy of Management Journal*, vol. 39, núm. 1, pp. 197-215.
- RAJAGOPALAN, N.; FINKELSTEIN, S. (1992): "Effects of strategic orientation and environmental change on senior management reward systems", *Strategic Management Journal*, vol. 13, (número especial), pp. 127-142.
- 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, pp. 141-143.
- ROMERO, R.G. (1997) "La retribución del directivo y la estrategia empresarial" Tesis Doctoral no publicada. Universidad de Sevilla.
- 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, pp. 457-467.
- SMITH, C. W. Y WATTS, R. L. (1992): "The investment opportunity set and corporate financing, dividend and compensation policies", *Journal of Financial Economics*, vol 32, n° 3, pp. 263-292.
- SMITH, C. W., JR Y WATTS, R. L. (1982): "Incentive and tax effects of U.S. executive compensation plans", *Australian Journal of Management*, vol.7, pp. 139-157.
- SNOW, C.C.; HREBINIAK, L.G. (1980): "Strategy, distinctive competence and organizational performance", *Administrative Science Quarterly*, vol. 25, n° 2, pp. 317-366.
- TOSI, H.; GOMEZ MEJIA, L.R (1994): "CEO compensation monitoring and firm performance", *Academy Management Journal*, vol. 37, núm. 4, pp. 1002-1016.
- TOSI, H.; GOMEZ MEJIA, L.R. (1989): "The decoupling of CEO pay and performance: An agency theory perspective", *Administrative Science Quarterly*, vol. 34, núm. 2, pp. 169-190.
- TOSI, H.L.; KATZ, J.P.; GOMEZ MEJIA, 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, pp 584-602.
- WALSH, J. P.; SEWARD, J. K. (1990): "On the efficiency of internal and external corporate control mechanism", *Academy of Management Review*, vol. 15, n° 3, pp.421-458.
- WEIDENBAUM, M. L. (1986): "Updating the corporate board", *Journal of Business Strategy*, vol. 7, núm. 1, pp. 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, pp. 281-285.
- YOSHIMORI, M. (1997): "¿De quién es la empresa? El concepto de corporación en Japón y Occidente", *Harvard Deusto Business Review*, nº 77, pp. 58-70.
- ZAJAC, E.J. (1990): "CEO selection, succession, compensation and firm performance: A theoretical integration and empirical analysis", *Strategic Mananagement Journal*, vol. 11, pp. 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), pp. 121-142.
- ZALD, M. N. (1969): "The power and functions of board of directors: a theoretical synthesis", *American Journal of Sociology*, vol. 75, pp. 97-111.

