

## **Retribución y composición del Consejo de Administración. Evidencia empírica para las empresas cotizadas españolas**

**Elena Merino Madrid**

Elena.Merino@uclm.es

**Montserrat Manzaneque Lizano**

Montserrat.MLizano@uclm.es

**Regino Banegas Ochovo**

Regino.BOchovo@uclm.es

*Universidad de Castilla-La Mancha*

Fac. de Ciencias Sociales

Avda. de los Alfares, 44

16002 Cuenca (España)

Recibido: Enero 2009

Aceptado: Septiembre 2009

Este trabajo tiene como objetivo principal analizar las características de las empresas españolas cotizadas en el Mercado Continuo durante el ejercicio 2007, excluyendo las empresas financieras, en relación a la retribución, composición y estructura del Consejo de Administración, a fin de observar si éstas reúnen ciertas condiciones que inhiban o aviven los problemas de agencia entre accionistas y directivos. Para ello, en primer lugar, se ofrece una revisión de la literatura previa que versa sobre el conflicto de intereses entre propietarios y directivos en relación a la compensación y composición de los órganos de

This paper mainly aims at analysing the characteristics of Spanish companies listed in the Stock Exchange during the year 2007, financial companies excluded, in relation to the remuneration, composition and structure of the Board of Directors, in order to see if the companies meet certain conditions that inhibit or intensify the agency problems among shareholders and managers. In order to do this, firstly, we provide a review of the literature which deals with the conflict of interests among owners and managers in relation to the composition and compensation

administración; en segundo lugar, se describe la metodología utilizada para el desarrollo del análisis empírico y se presentan los resultados del mismo; y, por último, se exponen las principales conclusiones.

De los resultados obtenidos se deduce que algunas de los aspectos de las empresas cotizadas españolas pueden redundar en la aparición de problemas de agencia entre directivos y accionistas, entre ellos: la dimensión y estructura de los sistemas retributivos, la falta de transparencia informativa al respecto de las retribuciones individuales de consejeros y la acumulación de poderes del presidente del Consejo de Administración y el primer ejecutivo.

Palabras clave: gobierno corporativo, Consejo de Administración, retribución de consejeros, Código Unificado de Buen Gobierno.

of the administrative staff; secondly, we describe the methodology used to develop the empirical analysis and present the results of it. Finally, we discuss the main conclusions.

From the results obtained we conclude that some of the characteristics of Spanish listed companies may produce agency problems among managers and shareholders, including the size and structure of the remuneration scheme, lack of transparency regarding individual remuneration of directors and the accumulation of power when the president of the Board of Directors and the chief executive officer are the same person.

Key words: corporate governance, Board of Directors, executive compensation, Unified Good Governance Code.

## 1. INTRODUCCIÓN

Los numerosos escándalos económico-financieros (Enron, Worldcom, Global Crossing, Tyco, Parmalat, Ahold, etc.), que han precedido la actual crisis financiera, impulsaron la necesidad de incrementar la transparencia de la información corporativa, como, por ejemplo, en materia de buen gobierno. A este fin, muchas de las actuaciones llevadas a cabo se han dirigido a reducir el conflicto de intereses entre propietarios y directivos, al objeto de introducir comportamientos activos en los Consejos de Administración, que favorezcan actuaciones de acuerdo con su principal función, que es la de controladores y supervisores de los órganos de Administración, y no tanto como simples "camaradas" (Clark 2006).

Aparece así, un movimiento reformista del que se derivan múltiples recomendaciones tendentes a colocar, en el primer plano de la organización y actuación de la empresa, lo que se ha venido en denominar "el buen gobierno corporativo" en el ámbito de la "responsabilidad social corporativa". Entre las causas de ese movimiento se encuentra una de fondo, el estudio profundo de la separación entre propiedad y gestión, que si bien genera considerables ventajas, como la especialización de las funciones financieras y gerenciales, también lleva asociado el riesgo de conflictos de intereses entre principal y agente/s.

Luego, si partimos de la perspectiva de la "teoría de la agencia"<sup>1</sup>, desde la que se ha venido planteando la existencia de la empresa como un nexo de contratos entre agentes<sup>2</sup>, las relaciones que se establecen entre los mismos (empleados, directivos, proveedores, acreedores, clientes, hacienda pública, etc.) son definidas como un "contrato por el que una parte (el principal) encarga a otra (el agente) la realización en su nombre de una tarea, lo que supone la cesión de capacidad para tomar decisiones" (Jensen y Meckling 1976: 308). Existen, pues, diversos casos de relación de agencia en el seno de las empresas, como la establecida entre los propietarios y los directivos.

Respecto a esta relación, se parte de la idea de que los accionistas son neutrales al riesgo, ya que pueden diversificar sus inversiones, mientras que los directivos tienen aversión al riesgo, ya que su activo más valioso es, sin duda, su capital humano. En consecuencia, estos últimos no llevarán a cabo inversiones arriesgadas que puedan suponer un fracaso, porque puede afectar a su reputación y, por ende, a sus salarios futuros e, incluso, al propio puesto de trabajo. De ahí que ambos grupos (principal y agente) se muevan por objetivos diferentes, pudiendo producirse un conflicto de intereses. En general, los accionistas están interesados en los beneficios y, por el contrario, los directivos normalmente buscan "el poder, prestigio y dinero, y por ello tratan de imponer a la empresa unos objetivos más acordes con los suyos propios y consistentes con sus propias motivaciones" (García Soto 2003: I-1).

A todo esto habría que añadir que los contratos firmados entre accionistas y directivos no son completos, debido a la asimetría informativa (Arrow 1991). En efecto, ambos no disponen de la misma información, ya que los directivos poseen información acerca de la empresa que no está a disposición de los accionistas no gestores actuales o potenciales, y que es básica para la correcta formación de los precios de las acciones (Iranzo 2004: 82). Asimismo, los contratos pueden considerarse incompletos como consecuencia de la existencia del problema del "riesgo moral", que puede implicar que los directivos realicen acciones que no son directamente observables por los accionistas

---

<sup>1</sup> El pionero en hacer referencia a los problemas de la separación entre propiedad y control fue Adam Smith en 1776 en su obra *The Wealth of Nations*. Sin embargo, el tema no fue retomado hasta el año 1932 por parte de Berle y Means, a los que siguieron otros muchos.

<sup>2</sup> Su fin es la consecución de objetivos que de forma autónoma no se podrían alcanzar.

o que, aprovechando información privilegiada, lleve a cabo acciones en su propio provecho, en contra de los intereses de los accionistas e, incluso, del conjunto de la organización. En definitiva,

... la separación entre propiedad y gestión y la posible dispersión de la propiedad, así como la asimetría de información entre los diversos agentes, dificulta el control de las decisiones directivas y facilitan la discrecionalidad en la persecución de objetivos diferentes a la creación de valor de la empresa (Cuervo y Fernández 2001: 184).

La solución a estos conflictos conlleva alinear los intereses de accionistas y directivos, de forma que los ejecutivos desempeñen su función "persiguiendo no sólo su propio interés sino el de la sociedad que administran" (Tusquets 1998: 42). A estos efectos, diversos estudios han planteado la existencia de una serie de mecanismos de control (Palacín 2002; Lozano *et al.* 2004 y Sanfilippo 2004) tanto externos (mercado de bienes y servicios; mercado de capitales; mercado de trabajo de los directivos y mercado de control corporativo) como internos (Consejo de Administración; diseño de contratos de compensación; Junta General de Accionistas y estructura financiera) que tienen como objetivo reducir la discrecionalidad de los directivos.

En este ámbito, se viene otorgando especial importancia al papel que desempeña el Consejo de Administración, como mecanismo de control interno, para supervisar a la dirección de la empresa, y, en particular, a lo que se refiere a su propia independencia. En general, dos son los mecanismos relacionados con el Consejo de Administración que podrían contribuir al cumplimiento efectivo de su labor: a) el diseño de los contratos de compensación de los consejeros; y, b) su propia estructura y composición.

En línea con estas manifestaciones, este artículo analiza las características de las empresas españolas cotizadas, en relación a la retribución, composición y estructura del Consejo de Administración, a fin de observar si éstas reúnen ciertas condiciones que inhiban o aviven los problemas de agencia entre propietarios y directivos. Para ello, en primer lugar, se ofrece una revisión de la literatura previa que versa sobre el conflicto de intereses entre propietarios y directivos en relación con la compensación y composición de los órganos de administración; en segundo lugar, se describe la metodología utilizada para el desarrollo del

análisis empírico, presentando, a continuación, los resultados del mismo; y, por último, se exponen las principales conclusiones.

## 2. CONFLICTO DE INTERESES. CONTRATO DE COMPENSACIÓN DE LOS ÓRGANOS DE ADMINISTRACIÓN

El diseño de los contratos de compensación de los consejeros, como mecanismo para paliar el problema de agencia, ha alcanzado gran importancia sobre todo si consideramos los diferentes escándalos financieros acaecidos en Europa y Estados Unidos en los últimos tiempos, que han aflorado las desproporcionadas retribuciones de consejeros y directivos.

Durante décadas, la compensación de los consejeros ha estado compuesta fundamentalmente por una retribución fija y pequeños complementos adicionales, como las dietas de asistencia a reuniones. Sin embargo, las dificultades de los sistemas retributivos tradicionales, fijos y a corto plazo, de solventar los problemas de agencia, al no evitar comportamientos oportunistas de los consejeros a corto plazo y, por tanto, no alinear los intereses de directivos y accionistas, ha provocado que, cada vez más, se utilicen los sistemas retributivos variables y a largo plazo, vinculados al valor de las acciones o consistentes en la entrega de las mismas (Murphy 1999). Estos sistemas pretenden que, la búsqueda de incremento de valor de las acciones, favorezca tanto a los accionistas como a los consejeros.

Además, estos sistemas retributivos variables y a largo plazo no tienen como objetivo sustituir al resto, sino complementarlos de tal forma que, con dicha combinación, se alcancen los objetivos de atracción, retención y motivación, y así poder conseguir una evaluación más "óptima", dado que la combinación de diferentes sistemas permite eliminar parte del ruido de medición en que incurre cada uno de los componentes por separado (Holmstrom 1979). Así pues, y desde hace algún tiempo, los *bonus* y participaciones en beneficios se han implantado como sistemas retributivos, tratando de alinear los intereses de los ejecutivos y accionistas (planes de opciones de compra sobre acciones o *stock options*, planes de acciones y bonos diferidos).

No obstante, no hay unanimidad en cuanto a la estructura retributiva más adecuada para los consejeros, ya que:

- Por un lado, los programas de compensación deben diseñarse para motivar a los consejeros a seleccionar e implementar acciones que incrementen la riqueza de los accionistas (Jensen y Meckling 1976), y
- Por otro, debe tenerse en cuenta el riesgo empresarial<sup>3</sup>, ya que si éste es muy elevado, el establecimiento de retribuciones vinculadas a los resultados puede incrementar aún más la aversión al riesgo por parte de los consejeros, provocando cambios en su comportamiento que pueden llevarle a tomar posturas excesivamente conservadoras, las cuáles puede que no sean las más apropiadas para los intereses de los accionistas (López Rodríguez 2002).

En definitiva, hay que buscar un equilibrio entre salario fijo y retribución variable que permita alinear los intereses de principal y agente y, a la vez, que reparta el riesgo entre ambas figuras.

En relación al volumen que debe alcanzar la retribución de los consejeros no existe un consenso (Salas 2002), aunque se manifiesta que no debe ser escasa, dada la especialización de esta figura, que debe poseer conocimientos y capacidad técnica para hacer frente a las tareas encomendadas, ni tampoco excesiva para no poner en peligro la objetividad en sus decisiones.

### 3. CONFLICTO DE INTERESES. ESTRUCTURA Y COMPOSICIÓN DE LOS ÓRGANOS DE ADMINISTRACIÓN

El ejercicio de las funciones de control y supervisión sobre la dirección de la empresa, por parte de los accionistas, a través del Consejo de Administración (razón de ser y labor principal de éste), es el mecanismo mitigador esencial de los problemas de agencia.

A la luz de las investigaciones realizadas, las actuaciones de control y supervisión del Consejo de Administración pueden estar

---

<sup>3</sup> La hipótesis que se ha establecido en base a la teoría de la agencia entre el riesgo empresarial y la retribución por incentivos es una relación inversa, es decir, "cuanto mayor sea el riesgo de las empresas menor será el uso de incentivos en los contratos de compensación de los ejecutivos" (López Rodríguez 2002: 126).

condicionadas, entre otros aspectos, por la estructura y composición del mismo y, especialmente, por su tamaño e independencia.

A este respecto, no existe un consenso generalizado en la literatura precedente acerca del *tamaño* que ha de alcanzar el Consejo de Administración, en orden a garantizar la eficiencia en el cumplimiento de su función de supervisión. Mientras algunos autores coinciden en señalar que un tamaño elevado favorece la diversidad de criterio e incrementa la capacidad de supervisión (Pearce y Zahra 1992), otros argumentan que ello va en contra de la rapidez y eficiencia en la toma de decisiones, puesto que podrían concurrir ciertos problemas de coordinación e información (Jensen 1993).

En este sentido, Lehn, Patro y Zhao (2008) concluyen que el tamaño del consejo debe estar en relación al tamaño de la empresa y sus oportunidades de crecimiento y, en consecuencia, no debe fijarse tamaño concreto alguno a través de una norma. Por tanto, el Consejo ha de tener un tamaño adecuado que facilite la toma de decisiones y reduzca los costes de su funcionamiento, garantizando la diversidad de criterio y ajustándose a las necesidades empresariales.

Por otra parte, la *independencia* del Consejo se configura como un elemento fundamental para garantizar la objetividad de las decisiones, destacando tres aspectos (Eguidazu 1999): a) la incorporación de independientes al Consejo; b) la participación mayoritaria o exclusiva de independientes en las comisiones o comités específicos; y, c) la separación de las figuras de Presidente del Consejo y Consejero Delegado.

Así pues, una de las principales causas de ineficiencia del Consejo, en el cumplimiento de su función de supervisión, se encuentra, normalmente, en la desproporción existente entre consejeros ejecutivos (aquellos consejeros que desempeñen funciones de alta dirección o sean empleados de la sociedad o de su grupo) y no ejecutivos (dominicales e independientes), y, sobre todo, en la escasa representatividad de los consejeros independientes (cuyo nombramiento no está condicionado por relaciones con la sociedad, sus accionistas significativos o sus directivos).

Esta última afirmación se corresponde con la convicción general de que los consejeros independientes mejoran la objetividad de las actuaciones del Consejo de Administración y garantizan la protección de los intereses de accionistas y directivos. Así pues, cabe encontrar el equilibrio apropiado entre consejeros ejecutivos, que aporten experiencia y conocimientos en relación a la gestión, y consejeros independientes.

Otra cuestión relevante de independencia es la acumulación de poderes, al ostentar una misma persona los cargos de Presidente del Consejo y del Ejecutivo de la empresa. En este caso, y mientras algunos argumentan que la acumulación de poderes facilita la transmisión de información y disminuye los costes de coordinación, otros subrayan la bondad de separación de estos cargos con el fin de evitar la concentración de poder en una sola persona (Jensen 1993; Coles McWilliams y Sen 2001).

#### 4. RECOMENDACIONES DE LOS CÓDIGOS DE BUEN GOBIERNO EN RELACIÓN A LA COMPENSACIÓN Y ESTRUCTURA DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN

A medida que aumenta el grado de separación entre la propiedad y gestión, y la importancia relativa de los pequeños inversores y de los institucionales, se generan tensiones internas en la propiedad de la empresa que repercuten en el gobierno corporativo y hacen necesario el refuerzo de los mecanismos de participación de los accionistas. Así pues, en el contexto español se han promulgado diversos códigos de buenas prácticas (Olivencia, Aldama y Código Unificado de Buen Gobierno) que recogen recomendaciones precisas de adopción voluntaria, destinadas a mejorar la transparencia informativa sobre gobierno corporativo. Entre las recomendaciones recogidas en estos textos, se hace referencia a determinadas medidas relacionadas con la compensación, la estructura y composición del Consejo de Administración.

##### 4.1. *Compensación del Consejo de Administración*

En orden a mejorar la transparencia informativa sobre esta materia, el actual *Código Unificado de Buen Gobierno* (o Código Conthe) (2006) recomienda, a las sociedades, la elaboración de la política de retribuciones, que se redactará al margen de los estatutos, teniendo por objetivo "crear un marco público de compromiso al que se sujeten las percepciones de los consejeros durante un período más o menos largo de tiempo" (De Martín 2005: 1.152).

Asimismo, se recomienda que la política de retribuciones, aprobada por el Consejo, se pronuncie, como mínimo, sobre lo siguiente (CUBG 2006: Recomendación 34):



- a) Importe de los componentes fijos, con desglose, en su caso, de las dietas por participación en el Consejo y sus Comisiones y una estimación de la retribución fija anual a la que den origen;
- b) Conceptos retributivos de carácter variable, incluyendo, en particular:
  - i) Clases de consejeros a los que se apliquen, así como explicación de la importancia relativa de los conceptos retributivos variables respecto de los fijos.
  - ii) Criterios de evaluación de resultados en los que se base cualquier derecho a una remuneración en acciones, opciones sobre acciones o cualquier componente variable;
  - iii) Parámetros fundamentales y fundamento de cualquier sistema de primas anuales (*bonus*) o de otros beneficios no satisfechos en efectivo; y
  - iv) Una estimación del importe absoluto de las retribuciones variables a las que dará origen el plan retributivo propuesto, en función del grado de cumplimiento de las hipótesis u objetivos que tome como referencia.
- c) Principales características de los sistemas de previsión (por ejemplo, pensiones complementarias, seguros de vida y figuras análogas), con una estimación de su importe o coste anual equivalente.
- d) Condiciones que deberán respetar los contratos de quienes ejerzan funciones de alta dirección como consejeros ejecutivos, entre las que se incluirán:
  - i) Duración;
  - ii) Plazos de preaviso; y
  - iii) Cualesquiera otras cláusulas relativas a primas de contratación, así como indemnizaciones o blindajes por resolución anticipada o terminación de la relación contractual entre la sociedad y el consejero ejecutivo.

El citado informe sobre la política de retribuciones deberá someterse, con carácter consultivo, a la aprobación de la Junta General de Accionistas, debiendo presentarse como un punto separado del orden del día. Dicho informe debe centrarse en la política de retribuciones para el año en curso y para los años futuros, haciendo especial hincapié en los cambios más significativos incluidos en el año presente con respecto al

anterior. Además, debe incluirse un resumen de cómo se aplicó la política de retribuciones en el ejercicio anterior y el papel desempeñado por la Comisión de Retribuciones y de los asesores externos, si procede.

A este respecto cabe hacer varias puntualizaciones: a) el hecho de someter a consulta el informe de la política de retribuciones es una mera formalidad, puesto que no afectará a su contenido ni a su validez, sin embargo, tal y como pone de manifiesto el propio Código, "puede constituir un voto de confianza o censura a la gestión de los administradores"; y b) el hecho de recoger en el informe datos sobre la política retributiva del pasado, presente y futuro permitirá a los accionistas "establecer una relación entre la retribución de los administradores y la evolución de la actividad y los resultados de la sociedad" (Sánchez-Calero y Puyol 2004: 195).

La creación de un Comité de Retribuciones en el CUBG (2006), ya recomendado en el Olivencia y Aldama, no ha superado las críticas precedentes, puesto que no ha asignado a dicho Comité otras funciones que no sean las de elevar al Consejo de Administración sus propuestas en materia de remuneraciones.

No obstante, en la composición del citado Comité si se revelan diferencias importantes, dado que el CUBG recomienda la necesidad de formarse exclusivamente por consejeros externos, con un mínimo de tres, sin perjuicio de que, si los miembros del Comité así lo aprueban, puedan asistir a las diferentes sesiones consejeros ejecutivos o altos directivos.

Por último, tres son los aspectos básicos recomendados por los citados códigos: a) el importe que deben alcanzar las retribuciones; b) la estructura o tipos de remuneraciones que deben otorgarse a los diferentes consejeros; y c), y quizá el más importante, la transparencia que debería presidir en la comunicación de las informaciones referidas a las retribuciones de los consejeros.

#### 4.1.1. Importe de las retribuciones

El importe de las retribuciones de los consejeros, tanto externos como internos, ha sido y sigue siendo uno de los temas más controvertidos de los códigos de buen gobierno. Éstos no ponen topes a la retribución, limitándose a recoger una serie de recomendaciones. La línea general de los diferentes códigos de buen gobierno ha sido dejar libertad

a la empresa para establecer la cuantía, sin poner límites máximos, al considerarse que "el legislador no debe imponer cuantías máximas sino dejar la cuestión en manos de la libertad de las partes y de las necesidades de cada empresa" (De Martín 2005: 1.155).

La moderación que se recomienda a nivel general no debe desembocar en escasez, ya que ésta provocaría dificultades para encontrar "personas de valía que se atrevan -conscientemente y con la pretensión de ser activos, diligentes y responsables- con el reto de ser miembros del Consejo de Administración" (Garicano y Gurriarán 2004: 76). Mucho más difícil se presenta la tarea de traducir en cifras lo que debe entenderse como retribución moderada, estableciéndose como solución generalizada que la retribución de cada consejero se establezca en función del nivel de dedicación y trabajo individual (Iranzo 2004: 83).

El CUBG (2006: Recomendación 36) ha hecho especial hincapié en la figura de los consejeros independientes, al establecer que la remuneración de los consejeros externos sea la necesaria para retribuir la dedicación, cualificación y responsabilidad que el cargo exija, pero no tan elevada como para comprometer su independencia. Además, establece otras recomendaciones (37 y 38):

- Que las remuneraciones, relacionadas con los resultados de la sociedad, tomen en cuenta las eventuales salvedades que consten en el informe del auditor externo y minoren dichos resultados.
- Que las políticas retributivas incorporen las cautelas técnicas precisas para asegurar que tales remuneraciones guardan relación con el desempeño profesional de sus beneficiarios y no deriven simplemente de la evolución general de los mercados o del sector de actividad de la compañía o de otras circunstancias similares.

#### 4.1.2. Estructura retributiva

Tampoco ponen limitaciones los códigos de buen gobierno a los sistemas retributivos que pueden utilizarse, dejando libertad a cada empresa para que elija aquel o aquellos que consideren más convenientes. Sin embargo, es destacable la recomendación del uso de sistemas vinculados con las acciones de la empresa o del grupo por considerar que alinea mejor los intereses de directivos y accionistas. Ahora bien, se recomienda prudencia en el caso del uso de estos instrumentos retributivos para los

consejeros independientes, ya que podrían poner en peligro su independencia.

El CUBG (2006: Recomendación 35) recomienda, no obstante, que se circunscriban a los consejeros ejecutivos las remuneraciones mediante entrega de acciones de la sociedad o de sociedades del grupo, opciones sobre acciones o instrumentos referenciados al valor de las acciones, retribuciones variables ligadas al rendimiento de la sociedad o sistemas de previsión. Si bien, finalmente, puntualiza que esta recomendación no alcanzará a la entrega de acciones, cuando se condicione a que los consejeros las mantengan hasta su cese.

#### 4.1.3. Transparencia de la información

Los diferentes códigos han dedicado una especial reflexión al tema de la transparencia de las retribuciones de los consejeros que, a pesar de ya estar regulada en la Ley de Sociedades Anónimas (Art. 200.12<sup>a</sup>), siempre ha estado envuelta en una gran opacidad.

La Comisión Olivencia recomendó, en su día, suministrar una detallada información sobre las retribuciones de los consejeros, individualizando la información y presentándola de forma pormenorizada por conceptos (Código Olivencia, II.7.4). También recomendó que, para aquellas empresas que lo desearan, pudiesen establecer una medida que supusiera informar:

...de manera individualizada acerca de las retribuciones de todos los consejeros en su carácter de tales, por cada uno de los conceptos antes mencionados, y además, de los honorarios percibidos por sus servicios profesionales. De otra parte, las retribuciones de los consejeros ejecutivos se darían de forma global para todos ellos, indicando el número de los que las perciben por cada uno de los conceptos retributivos (Código Olivencia, II.7.4).

Esta medida parcial fue criticada por seguir tolerando la opacidad de la información sobre las retribuciones de los consejeros anteriormente denunciadas<sup>4</sup>.

---

<sup>4</sup> Entre otros, Roncero (1999: 364) y Martínez Sanz (2001: 1.351). Este último establece que "con tal permisividad, en lugar de cortar de raíz con la opacidad que se denuncia existe

El CUBG (2006: recomendación 40) ha incorporado importantes novedades a incluir en la Memoria, donde deben detallarse las retribuciones individuales de los consejeros durante el ejercicio e incluir la información siguiente:

- a) El desglose individualizado de la remuneración de cada consejero, que incluirá, en su caso:
  - i) Las dietas de asistencia u otras retribuciones fijas como consejeros;
  - ii) La remuneración adicional como presidente o miembro de alguna comisión del Consejo;
  - iii) Cualquier remuneración en concepto de participación en beneficios o primas, y la razón por la que se otorgaron;
  - iv) Las aportaciones a favor del consejero a planes de pensiones de aportación definitiva; o el aumento de derechos consolidados del consejero, cuando se trate de aportaciones a planes de prestación definitiva;
  - v) Cualesquiera indemnizaciones pactadas o pagadas en caso de terminación de sus funciones;
  - vi) Las remuneraciones percibidas como consejero de otras empresas del grupo;
  - vii) Las retribuciones por el desempeño de funciones de alta dirección de los consejeros ejecutivos;
  - viii) Cualquier otro concepto retributivo distinto de los anteriores, cualquiera que sea su naturaleza o la entidad del grupo que lo satisfaga, especialmente cuando tenga la consideración de operación vinculada o su omisión distorsione la imagen fiel de las remuneraciones totales percibidas por el consejero.
  
- b) El desglose individualizado de las eventuales entregas a consejeros de acciones, opciones sobre acciones o cualquier otro instrumento referenciado al valor de la acción, con detalle de:
  - i) Número de acciones u opciones concedidas en el año, y condiciones para su ejercicio;
  - ii) Número de opciones ejercidas durante el año, con indicación del número de acciones afectas y el precio de ejercicio;
  - iii) Número de opciones pendientes de ejercitar a final de año, con indicación de su precio, fecha y demás requisitos del ejercicio;

---

en la tradición de las sociedades anónimas españolas, el Informe Olivencia, curiosamente la fomenta o, cuanto menos, tolera".

- iv) Cualquier modificación durante el año de las condiciones de ejercicio de opciones ya concedidas.
- c) Información sobre la relación, en dicho ejercicio pasado, entre la retribución obtenida por los consejeros ejecutivos y los resultados u otras medidas de rendimiento de la sociedad.

Dado que las recomendaciones del CUBG, así como del resto de los anteriores códigos, son de aplicación voluntaria, el tema de las retribuciones de los administradores en España está muy lejos de la existente en EE.UU., donde la SEC (Securities and Exchange Commission) obliga a incluir en el *proxy statement*, exhaustiva información sobre las retribuciones del *Chef Executive Officer* (CEO) y de los cuatro *managers* mejor pagados<sup>5</sup>.

En cualquier caso, debe valorarse positivamente el hecho de que el CUBG (2006) haya incluido esta recomendación sobre información detallada e individualizada de la retribución de los miembros del Consejo de Administración, si bien ahora falta por experimentar si, en el entorno de voluntariedad, las empresas proporcionan esa información o se decantan por no hacerlo.

#### 4.2. Estructura y composición del Consejo de Administración

Un mayor progreso en el cumplimiento de la función de control y supervisión, que ejercen los miembros del Consejo de Administración, también dependerá de su estructura y composición. En este sentido, los códigos de buen gobierno publicados han incorporado una serie de recomendaciones encaminadas a asegurar el cumplimiento de estas funciones, siendo dos los aspectos esenciales: a) el número de miembros del Consejo de Administración; y, b) la independencia del mismo.

##### a) Número de miembros del Consejo de Administración

Los códigos y propuestas de buen gobierno hacen especial hincapié en la delimitación de un número de consejeros que garantice la eficiencia del mismo. En efecto, el propio CUBG (2006: Recomendación 9) subraya la necesidad de delimitar un número adecuado de consejeros,

---

<sup>5</sup> Siempre que las cuantías recibidas superen los 100.000 \$ anuales.

que garantice la capacidad de deliberación y la riqueza de puntos de vista, puesto que Consejos de tamaño excesivo pudieran favorecer la inhibición de sus miembros respecto a sus manifestaciones y actuaciones. En línea con estas argumentaciones, se indica que el Consejo debe adoptar una dimensión adecuada que habría de situarse entre los 5 y 15 miembros, coincidiendo con lo propuesto, con anterioridad, en el Informe Olivencia.

#### b) *Independencia*

La independencia del Consejo se ha tratado en los diferentes códigos a través de tres recomendaciones (Eguidazu 1999): a) la incorporación de independientes al Consejo; b) la participación mayoritaria o exclusiva de independientes en las comisiones o comités específicos de supervisión y control; y, c) la separación de las figuras de Presidente del Consejo y Consejero Delegado.

La *composición del consejo en virtud de las diferentes categorías de consejeros* (internos, dominicales e independientes) ha sido objeto de distintos pronunciamientos por parte de los diversos códigos promulgados en España (Olivencia, Aldama y CUBG). Mientras los dos primeros códigos recomendaron la necesidad de asegurar un equilibrio entre las categorías de consejeros externos (dominicales e independientes), el CUBG es mucho más explícito, recomendando: a) que el número de consejeros internos sea el mínimo necesario para atender las necesidades de información y coordinación (Recomendación 10); b) que la relación entre el número de consejeros dominicales y el de independientes refleje la proporción existente entre el capital de la sociedad, representado por los consejeros dominicales, y el resto del capital (Recomendación 12); y c) que el número de consejeros independientes represente al menos un tercio del total de consejeros (Recomendación 13).

Asimismo, los diferentes códigos proponen la creación de comisiones específicas, subrayando la necesidad de constituir comisiones informativas y consultivas que cubran cuatro áreas de responsabilidad: auditoría, nombramientos, retribuciones y cumplimiento. Sin embargo, y aunque el CUBG reconoce la necesidad de constituir estas comisiones, éste no considera imprescindible, "al menos de momento", la creación de comisiones de cumplimiento, omitiendo, además, la referencia a la Comisión de Estrategia e Inversión, propuesta por el Informe Aldama, al considerar estas funciones como propias del Consejo.

Estos aspectos se concretan en una serie de recomendaciones, como:

44. Que el Consejo de Administración constituya en su seno, además del Comité de Auditoría exigido por la Ley del Mercado de Valores, una Comisión, o dos separadas, de Nombramientos y Retribuciones.

Que las reglas de composición y funcionamiento del Comité de Auditoría y de la Comisión o comisiones de Nombramientos y Retribuciones figuren en el Reglamento del Consejo, e incluyan las siguientes:

[...]

b) Que dichas Comisiones estén compuestas exclusivamente por consejeros externos, con un mínimo de tres. Lo anterior se entiende sin perjuicio de la asistencia de consejeros ejecutivos o altos directivos, cuando así lo acuerden de forma expresa los miembros de la Comisión.

c) Que sus Presidentes sean consejeros independientes.

Por último, y en relación a la *acumulación de poderes en una misma persona de las figuras de Presidente del Consejo y Consejero Delegado*, el código Olivencia y Aldama reconocieron que puede fortalecer la imagen de liderazgo de la empresa, recomendando que, de producirse la misma, se tomen medidas, como el nombramiento de un vicepresidente que sea consejero independiente.

Por su parte, el CUBG pone de manifiesto las ventajas e inconvenientes que supone la acumulación de poderes, subrayando la falta de consenso a nivel internacional y la dificultad que ello supone para dictar una recomendación explícita al respecto, por cuyo motivo dispone una serie de consejos en orden a evitar la excesiva acumulación de poderes en una sola persona (Recomendaciones 16 y 17):

16. Que el Presidente, como responsable del eficaz funcionamiento del Consejo, se asegure que los consejeros reciban con carácter previo información suficiente; estimule el debate y la participación activa de los consejeros durante las sesiones del Consejo, salvaguardando su libre toma de posición y expresión de opinión; y organice y coordine con los presidentes de las Comisiones relevantes la evaluación periódica del Consejo, así como, en su caso, la del Consejero Delegado o primer ejecutivo.



17. Que, cuando el Presidente del Consejo sea también el primer ejecutivo de la sociedad, se faculte a uno de los consejeros independientes para solicitar la convocatoria del Consejo o la inclusión de nuevos puntos en el orden del día; para coordinar y hacerse eco de las preocupaciones de los consejeros externos; y para dirigir la evaluación por el Consejo de su Presidente.

## 5. ANÁLISIS EMPÍRICO. METODOLOGÍA Y RESULTADOS

### 5.1. *Muestra*

Los Códigos de Buen Gobierno han sentado las bases precisas para el cumplimiento de determinados requisitos, que están destinados a mitigar la presencia de conflictos o problemas de agencia, cabiendo ahora preguntarnos en qué medida las empresas españolas vienen cumpliendo con los mismos, al objeto de detectar las posibles desviaciones y, por ende, ineficiencias en las funciones de supervisión y control por parte de los Consejos de Administración.

A fin de dar respuesta a esta pregunta, se ha procedido a realizar un análisis empírico sobre una muestra de 82 empresas que han cotizado en el Sistema de Interconexión Bursátil Español (SIBE) o Mercado Continuo durante el ejercicio 2007 y el 2008, excluyendo las empresas financieras y aquéllas para las que no se contaba con datos completos para el ejercicio 2007, año que constituye el período de estudio.

Para la obtención de los datos se ha utilizado, como fuentes de información, las bases de datos de la Comisión Nacional del Mercado Valores (CNMV), los Informes Anuales de Gobierno Corporativo, así como las Cuentas Anuales correspondientes a cada una de las empresas (tomadas de la base de datos SABI<sup>6</sup>). En ocasiones, también ha sido necesario consultar otras fuentes de información tales como: las páginas Web de las empresas; la información recogida en los diferentes registros por parte de la Bolsa de Madrid y/o la Bolsa de Barcelona; etc.

---

<sup>6</sup> Sistema de Análisis de Balances Ibéricos.

## 5.2. Definición de las variables

### 5.2.1. Remuneración de los consejeros

A partir de los datos disponibles en los Informes Anuales de Buen Gobierno, para cada una de las sociedades que componen la muestra, se ha recogido manualmente la información relativa a las siguientes variables, representativas de la retribución de los miembros del Consejo de Administración:

a) *Importe de las retribuciones*. En primer lugar, se han obtenido los importes agregados de la remuneración del Consejo de Administración correspondientes al ejercicio 2007. En el total de la compensación se incluyen los siguientes conceptos: la retribución fija, la variable, las dietas, las atenciones estatutarias, las opciones sobre acciones y/u otros instrumentos financieros y otros conceptos retributivos. En segundo lugar, se ha recopilado el dato concerniente al número total de miembros que componen el Consejo de Administración, con el objetivo de obtener la media anual de la remuneración por consejero (*PROMCOMP Consejero*) (Kato y Long 2004; Haid y Yurtoglu 2006; Crespi y Pascual-Fuster 2008).

Para conseguir un mayor grado de información, se han tomado datos sobre el importe total de la remuneración de cada una de las diferentes categorías de consejeros (ejecutivos, dominicales e independientes) y su respectivo número, a fin de obtener su correspondiente media anual (*PROMCOMP ejecutivos*, *PROMCOMP dominicales* y *PROMCOMP independientes*).

Asimismo, se ha incluido una variable representativa de la "compensación del Consejo de Administración respecto al beneficio neto obtenido por la empresa", siguiendo a Haid y Yurtoglu (2006). Al igual que en el caso anterior, se ha distinguido entre la compensación total obtenida por el Consejo (*COMEAR Consejo*) y la obtenida por categorías de consejeros (*COMEAR ejecutivos*; *COMEAR dominicales*; *COMEAR independientes*).

b) *Estructura retributiva*. Para estudiar la estructura retributiva de las empresas de la muestra, se han considerado los importes recibidos por los miembros del Consejo de Administración en concepto de: retribución fija, variable, dietas, atenciones estatutarias, opciones sobre acciones y/u otros instrumentos financieros, otros, anticipos, créditos concedidos, aportaciones a fondos y planes de

pensiones, obligaciones contraídas con fondos y planes de pensiones, primas de seguro de vida, y garantías constituidas por la sociedad a favor de los consejeros. Asimismo, se ha calculado el porcentaje que cada una de estas retribuciones representa en el total asignado al Consejo de Administración, obteniendo respectivamente las variables *RFRT*, *RVRT*, *DTRT*, *AERT*, *OART*, *OTRT*, *ATRT*, *CCRT*, *AFPRT*, *OBLRT*, *PSRT* y *GCRT*.

c) *Transparencia informativa respecto a retribuciones individuales de los miembros del Consejo de Administración*. Esta variable viene determinada por el cumplimiento de la recomendación del CUBG respecto a la inclusión, en la Memoria, de información individualizada sobre la retribución de los consejeros.

#### 5.2.2. Estructura y composición del Consejo de Administración

Respecto a la estructura y composición del Consejo de Administración se han analizado las siguientes variables:

a) *Tamaño del Consejo (Tam Consejo)*: viene medido por el número total de miembros del Consejo de Administración, expresado en el Informe de Gobierno Corporativo (Fernández *et al.* 1998; Banegas *et al.* 2006; Coles, Daniel y Naveen 2008). Asimismo, y a fin de obtener un mayor grado de información, se ha transformado esta variable en escala, para agrupar las empresas que se encuentran por debajo de los límites establecidos en el CUBG (menos de 5 miembros) (*Bajo Recomendación CUBG*), las que están dentro de dicha recomendación (entre 5 y 15 miembros) (*Recomendación CUBG*) y aquéllas que los superan (más de 15 miembros) (*Sobre Recomendación CUBG*).

b) *Independencia del consejo*: esta variable se ha medido a través de los siguientes indicadores:

- *Número de consejeros externos sobre total de consejeros (Consej Externos)*: este indicador mide la proporcionalidad entre el número de consejeros ejecutivos y no ejecutivos (Fernández *et al.* 1998; Banegas *et al.* 2006; Coles, Daniel y Naveen 2008).

- *Numero de consejeros independientes sobre el total de consejeros (Consej Independientes)*: este indicador pretende ser un complemento del dato suministrado por el anterior, puesto que indica en qué medida los consejeros son auténticamente independientes del presidente o de los accionistas más significativos (Número de consejeros

independientes del Consejo de Administración/Total de consejeros del Consejo de Administración) (Banegas *et al.* 2006)<sup>7</sup>.

- *Existencia de Comisión de Auditoría (Comis Auditoria)*: para medir este indicador se ha utilizado una variable dummy, que tomará valor 1, si existe Comité de Auditoría en la empresa y 0, en caso contrario (Banegas *et al.* 2006).

- *Número de consejeros externos en la Comisión de Auditoría (ExterComisAuditoria)*: indica el número de consejeros externos sobre el total de consejeros de la Comisión de Auditoría.

- *El Presidente de la Comisión de Auditoría es consejero independiente (PresAuditoriaConsejIndepen)*: dummy, que toma valor 1, si el presidente de la Comisión de Auditoría es consejero independiente y 0, en caso contrario.

- *Existencia de Comisión de Nombramientos y Retribuciones (ComisRetri)*: Indicador que toma el valor 1, si existe Comisión de Nombramientos y Retribuciones y 0, en otro caso (Banegas *et al.* 2006).

- *Número de consejeros externos en la Comisión de Nombramientos y Retribuciones (ExterComisRetri)*: número de consejeros externos sobre el total de consejeros de la Comisión de Nombramientos y Retribuciones.

- *El Presidente de la Comisión de Nombramientos y Retribuciones es consejero independiente (PresRetriConsejIndepen)*: dummy, que toma valor 1, si el presidente de la comisión de Nombramientos y Retribuciones es consejero independiente y 0, en caso contrario.

- *Equilibrio de poderes (Equilibrio)*: esta variable tomará el valor 1, cuando las figuras de presidente del Consejo de Administración y presidente del Ejecutivo coincidan en la misma persona y 0, en caso contrario (Banegas *et al.* 2006).

---

<sup>7</sup> Fernández *et al.* (1998) ponen de manifiesto la conveniencia de incorporar esta variable aunque para ellos es imposible obtener dicha información, dado que en el momento en que se realizó este estudio las sociedades no publicaban información completa al respecto en sus memorias anuales.

### 5.2.3. Resultados

En la Tabla I se recoge un análisis descriptivo de la muestra para todas las variables seleccionadas en relación a la remuneración de los miembros del Consejo de Administración. A este respecto, los datos revelan una elevada compensación de los consejeros en el contexto español, especialmente de los ejecutivos, que reciben, de media, un 24,7% de los beneficios netos para una media de, aproximadamente, 2 consejeros de esta categoría.

Por su parte, la remuneración media del total de los miembros del Consejo asciende al 42%. Estas cifras son superiores a las obtenidas por otros estudios, aunque estas comparaciones deben realizarse con cierta cautela. Por ejemplo, Haid y Yurtoglu (2006), para una muestra de empresas alemanas, obtienen, en términos medios, una remuneración de los consejeros ejecutivos de, aproximadamente, el 8% de los beneficios, con una media de 3,7 de estos consejeros. Sin embargo, hay que matizar que dicho estudio abarca los años 1987-2003, los datos están deflactados a precios constantes de 1995 y muestra una tendencia alcista, lo que podría traducirse en un incremento de esas cifras para el momento actual. Por otro lado, en EE.UU. y durante el período 1998-2002, según recogen Bebchuk y Grinstein (2004), los cinco consejeros más remunerados cobran un importe del 7,5% de los beneficios.

En cualquier caso, los resultados de este estudio son consistentes con los obtenidos por Eguidazu (1999) quién obtuvo una remuneración media para las empresas españolas cotizadas, en el año 1997, de un 57% mayor a la recibida por los consejeros americanos y dos o tres veces superior a los franceses e italianos.

Respecto a la composición de los sistemas retributivos, destaca el elevado porcentaje de la remuneración total que, por término medio, se atribuye a la retribución fija, que se coloca en el 44,6%, junto con los importes que atienden a atenciones estatutarias, que se ofrecen en 32 de las 82 empresas de la muestra y que llegan a alcanzar una media del 40,1% de la retribución del Consejo de Administración de estas empresas.

Estos datos viene a corroborar los resultados suministrados por el estudio de Hay Group para el año 2008, donde se pone de manifiesto la clara tendencia de los mercados norteamericanos por los sistemas de retribución variable, en contraposición a los mercados

Europeos, donde las retribuciones fijas alcanzan, por término medio, el 27% del salario total.

Asimismo, cabe manifestar la escasa vinculación de la retribución de los consejeros a la creación de valor, puesto que las retribuciones variables se ofrecen sólo en 48 de las 82 empresas y suponen, tan sólo, el 22,7% del salario anual, mientras la media europea se sitúa en el 38% y la americana, en el 31%.

Más sorprendente aún resulta la cuantía que, por término medio, alcanzan los créditos concedidos a los consejeros de 4 empresas de la muestra, que se le atribuyen el 43,7% de la retribución total. Algo similar ocurre con las garantías constituidas a favor de los consejeros.

Respecto a las remuneraciones en opciones sobre acciones, tan sólo 8 empresas de la muestra las ofrecen en sus sistemas retributivos, representando, por término medio, el 18,4% del total, lo que podría deberse a las críticas que han surgido entorno a su efectividad como incentivo. En este sentido, estudios como el de Yemark (1996) ponen de manifiesto el incremento en la utilización de este tipo de retribución entre los años 1994 y 1996, y la falta de relación de la misma con la reducción efectiva de los costes de agencia.

En cualquier caso, en España se manifiesta una utilización de este tipo de retribuciones significativamente inferior a la que se ha dado en otros países como, por ejemplo, en Estados Unidos, donde según los datos de Hay Group, estas retribuciones representan el 42% del total en el año 2006, para las 200 mayores empresas.

En relación con la transparencia informativa sobre las retribuciones individuales, destaca que el 74,39% de las empresas no incluyen este tipo de información en sus Memorias, apelando a la privacidad de sus directivos y, por tanto, evidenciando así la reticencia de los consejeros a ofrecer una información detallada acerca de sus retribuciones.

Continuando con el estudio de resultados, en la tabla II se incluye el análisis descriptivo de las variables relacionadas con la estructura y composición del Consejo de Administración.

El tamaño del Consejo de Administración se sitúa, por término medio, en 11,05 miembros, lo que se aproxima bastante a los resultados obtenidos por Sánchez y Lucas (2008), para los años 2005 y 2006, y a los de Fernández *et al.* (1998), para el año 1993, y contrasta con los obtenidos por Eguidazu (1999) para el periodo 1990-1997, en el

que se evidenciaba una tendencia decreciente en la dimensión media de los consejos (pasa de 14,3 a 12,7 miembros) y que parece haberse estabilizado en los últimos años.

Estos resultados también son similares a los obtenidos por recientes estudios, realizados para el mercado estadounidense, como el de Lehn, Patro y Zhao (2008), con un tamaño medio de 11 miembros para el año 2000, o Coles, Daniel, y Naveen (2008) cuyo tamaño medio es de 10,4 miembros para el periodo 1992-2001, lo que evidencia la aproximación entre los tamaños medios de los consejos para ambos contextos geográficos.

No obstante, cabe matizar que el tamaño de los Consejos de Administración de la muestra varía entre 3 y 22 miembros, apareciendo un total de 13 empresas con un tamaño superior a 15 miembros, lo que representa el 15,85% de la muestra total, y aportando un tamaño medio de 18 miembros, cifra que supera significativamente las recomendaciones del CUBG.

En relación con la independencia de los miembros del Consejo, cabe destacar que, aunque por término medio, el 75,8% son consejeros externos, lo que representa un porcentaje del 24,2% de ejecutivos, la mayoría de los externos son dominicales, situándose la media de consejeros independientes en torno al 31,15% de total de consejeros (42,5% del total de consejeros externos).

Estos resultados contrastan significativamente con los obtenidos por Fernández *et al.* (1998), quienes obtienen un valor medio del 69% de consejeros externos en el año 1993. Más recientemente, Eguidazu (1999) obtiene resultados análogos a los de este estudio, logrando una proporción del 75,8% de consejeros externos para las empresas españolas cotizadas en el año 1996, lo que refleja una creciente incorporación de consejeros externos.

Sin embargo, la proporción de consejeros externos en el Consejo de empresas en los mercados estadounidenses varía según diferentes trabajos. Así, en estudios como los de Yemarck (2004) y Coles, Daniel y Naveen (2008), los porcentajes de representación de consejeros externos se sitúan entorno al 78%, mientras que Farrell y Hersch (2005) y Linck, Netter y Yang (2008) obtienen una participación de los mismos del 65,7%, inferior a la obtenida en este estudio.

En relación con la acumulación de poderes, que el Presidente del Consejo de Administración sea a su vez el primer Ejecutivo de la sociedad, no se ha encontrado unanimidad de criterio en las diferentes empresas que constituyen la muestra. Tan solo puede concretarse que en un número relativamente bajo de los casos (24,39%) se produce una separación entre ambas figuras. Este comportamiento se entiende como claramente contradictorio al espíritu de los códigos de buen gobierno alcanzando, la coincidencia de poderes, niveles del 75,61% de las empresas de la muestra objeto de estudio, es decir, 62 de las 82 empresas tomadas en consideración.

Estos resultados están lejos de las conclusiones de Eguidazu (1999), aunque manifieste encontrar una tendencia a la baja en la separación de poderes de las empresas españolas cotizadas, entre los años 1994-1997. Sin embargo, el porcentaje de empresas que cumplen esta recomendación es del 60% de su muestra para el año 1997, aspecto que contrastaba con las prácticas de países como Reino Unido, donde la separación de poderes se producía en un 87% de los casos en ese mismo año. Aquello que entonces se entendía como un comportamiento claramente contradictorio al espíritu del Código Cadbury, se intensifica en la actualidad, alcanzando niveles que superan con creces aquellos valores (75,61% de las empresas de la muestra hacen coincidir ambas figuras).

Por último, y en relación a las comisiones de control, los datos muestran cómo en la práctica totalidad de las sociedades, se ha creado una comisión que se encarga de aspectos relacionados con la información y control contable, denominándose Comisión de Auditoría, aunque en el 31,7% de los casos ésta no está presidida por un consejero independiente. Destaca, sin embargo, el hecho de que en 8 de las 82 empresas no exista una comisión de nombramientos y retribuciones y que, entre aquellos casos en los que sí se ha constituido, el 37,8% mantienen un presidente que no es consejero independiente.

## 6. CONCLUSIONES

Este trabajo se ha fundamentado en el estudio, a través de un análisis descriptivo, de las características de retribución, composición y estructura de los Consejos de Administración de las empresas cotizadas españolas, como mecanismos de control interno, que incentivan o mitigan los problemas de agencia entre directivos y accionistas.



Los resultados obtenidos muestran que la retribución media percibida por los miembros de los Consejos de Administración de las empresas cotizadas españolas es claramente superior a la recibida por éstos en otros países.

Por su parte, las compensaciones a los consejeros se basan, fundamentalmente, en retribuciones fijas o variables a corto plazo. Este aspecto, unido a la escasa independencia que las sociedades de la muestra presentan en sus Comisiones de Nombramientos y Retribuciones, puede resultar indicativo de una significativa influencia de los órganos de administración en las decisiones sobre retribuciones, lo que a su vez podría redundar en ineficiencias del Consejo de Administración como órgano de supervisión y control.

Así pues, los resultados obtenidos de la muestra objeto de estudio ponen de manifiesto la escasez de sistemas retributivos vinculados a la creación de valor, en línea con la tendencia que se observa en los mercados europeos.

Asimismo, se evidencia una significativa falta de transparencia respecto a los sistemas retributivos, dado que una gran mayoría de las empresas que componen la muestra no ofrecen una información detallada de las compensaciones individuales percibidas por sus consejeros, evidenciando la reticencia de muchos consejeros a hacer pública esta información.

En relación con el tamaño medio de los Consejos de Administración de las empresas componentes de la muestra, los resultados obtenidos están en línea con los de otros contextos internacionales, aunque destaca el elevado número de empresas que, a fecha de hoy, mantienen Consejos con un tamaño superior a lo recomendado, aspecto que podría actuar en detrimento de la efectividad del mismo como supervisor de la dirección.

Respecto a la independencia de los miembros del Consejo de Administración, cabe destacar la significativa incorporación de consejeros externos en las empresas de la muestra. En cualquier caso, habría que preguntarse en qué medida estos consejos son realmente independientes, ya que el número de esta categoría de consejeros no alcanza las recomendaciones del CUBG.

Por otra parte, hay que resaltar la clara tendencia de las empresas españolas hacia la acumulación de poderes, recayendo en la misma persona la presidencia del Ejecutivo y del Consejo.

Cabe concluir que, aunque los datos evidencian un cierto interés de las empresas españolas cotizadas por la consecución de la independencia de los Consejos de Administración, en relación a la representación de consejeros externos, existen otras características que pueden redundar en la aparición de problemas de agencia entre directivos y accionistas, como: a) la dimensión y estructura de los sistemas retributivos; b) la falta de transparencia informativa respecto de las retribuciones individuales de consejeros; y c) la acumulación de poderes, del presidente del Consejo de Administración y del primer Ejecutivo.

En realidad, no se debe obviar el papel de las recomendaciones emanadas de los códigos de buen gobierno, y cabría preguntarse en qué medida están actuando como motivadores reales de comportamientos responsables sobre la función ejercida por los Consejos de Administración, o si las empresas se escudan en estas recomendaciones para acabar incumpléndolas claramente.\*

## BIBLIOGRAFÍA

ANDRÉS, P.; V. AZOFRA y J.A. RODRÍGUEZ (2000) "Endeudamiento, oportunidades de crecimiento y estructura contractual: un contraste empírico para el caso", *Investigaciones Económicas*, 24, pp. 641-679.

ARGANDOÑA, A. (2000) "La remuneración de directivos mediante opciones sobre acciones: aspectos económicos y éticos" [[www.iese.edu/research/pdfs/di-0411.pdf](http://www.iese.edu/research/pdfs/di-0411.pdf)]. Consulta: 20/11/2008].

---

\* Hay que agradecer que la Revista *Pecunia*, con una bocanada de emotividad y afectividad, nos haya traído el recuerdo de José Antonio Rojas Tercero, de una persona docente e investigadora, plagada de generosidad y bondad, de una siempre dedicación abnegada, exigente conducta personal y sumo respeto para con los demás. Esto ha sido de tal ejemplaridad que ha dejado una profunda huella en todos.

Nosotros diríamos que aplicaba la máxima de San Agustín "en lo necesario, unidad; en la duda, libertad y en todo, comprensión". Y, aunque nuestras palabras no resulten muy eruditas, están concebidas en un pensamiento muy sincero y sentido sobre la vida intelectual y humana de D. José Antonio Rojas Tercero.

- ARROW, K.J. (1991) "The Economics of Agency". J.W. PRATT y R.J. ZECKHOUSER (ed.) *Principal and Agents: The Structure of Business*. Boston: Harvard Business School Press, pp. 37-51.
- BANEGAS, R.; M. MANZANEQUE, A. SIMÓN y F. TEJEDO (2006) "Análisis comparativo de las recomendaciones de los códigos de buen gobierno publicados en España", *Lan Harremanak, Revista de Relaciones Laborales*, 14, pp. 57-75.
- BERLE, A. y G. MEANS (1932) *The Modern Corporation and Private Property*. Macmillan: New York.
- CLARK, R.C. (2006) "Los cambios en el gobierno corporativo tras la Sarbanes-Oxley Act: Una historia con moraleja también para el legislador", *Gobierno Corporativo y Crisis Empresariales. II Seminario Harvard-Complutense de Derecho Mercantil*. Madrid: Editorial Marcial Pons, pp. 13-58.
- COLES, J.; N. DANIEL y L. NAVEEN (2008) "Boards: Does One Size Fit All?", *Journal of Financial Economics*, 87, pp. 329-356.
- COLES J.W.; V.B. MCWILLIAMS y N. SEN (2001) "An Examination of the Relationship of Governance Mechanisms to Performance", *Journal of Management*, 27(1), pp. 23-50.
- COMITÉ ALDAMA (2003) *Informe de la Comisión Especial para el fomento de la transparencia y seguridad en los mercados y en las sociedades cotizadas*. Madrid: Consejo de Ministros [www.cnmv.es].
- COMITÉ CONTHE (2006) *Informe del grupo especial de trabajo sobre buen gobierno de las sociedades cotizadas*. Madrid: Consejo de Ministros [www.cnmv.es].
- COMITÉ OLIVENCIA (1998) *Informe del Comité Olivencia sobre el gobierno de las sociedades*. Madrid: Consejo de Ministros [www.cnmv.es].
- CRESPI, R. y B. PASCUAL-FUSTER (2008) "Executive Directors Pay and Networks in Spanish Listed Companies" [<http://ssrn.com/abstract=1287100>. Consulta: 2/10/2008].
- CUERVO, A. y A.I. FERNÁNDEZ (2001) "Decisiones financieras y valor de mercado de la empresa". J.L. SÁNCHEZ FERNÁNDEZ DE VALDERRAMA (dir.) *Curso de Bolsa y mercados financieros*. Barcelona: Editorial Ariel.
- , — y S. GÓMEZ (2002) "Mecanismos externos de control de la empresa: el papel de los bancos y el mercado de control en entornos de baja protección del inversor", *Ekonomiaz. Revista Vasca de Economía*, 50, pp. 54-73.

- DELGADO, J.B.; E. DE QUEVEDO y V. BLANCO (2008) "La influencia de la estructura de propiedad sobre la reputación corporativa. Evidencia empírica para el caso Español", *Contabilidad y Tributación. Comentarios y casos prácticos*, 307, pp. 185-208.
- DEMSETZ, H. y K. LEHN (1985) "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences", *Journal of Political Economy*, 93, pp. 1.155-1.177.
- DÍAZ, B. y M. GARCÍA (2003) "Estructura accionarial y creación de valor. Análisis empírico del comportamiento supervisor y de los beneficios privados de los inversores", *Economía Industrial*, 352, pp. 145-162.
- DRUCKER, P.F. (2000) "La productividad del trabajador del conocimiento: máximo desafío". *Harvard-Deusto Business Review*, 98, pp. 4-16.
- EGUIDAZU, S. (1999) *Creación de valor y gobierno de la empresa*. Barcelona: Ediciones Gestión 2000.
- ELSTON, J.A. y L.G. GOLDBERG (2003) "Executive Compensation and Agency Cost in Germany", *Journal of Banking and Finance*, 27, pp. 1.391-1.410.
- FARREL, K. y P. HERSCH (2005) "Additions to Corporate Board: The Effect of Gender?", *Journal of Corporate Finance*, 11, pp. 85-106.
- FERNÁNDEZ, A.I.; S. GÓMEZ-ANSÓN y C. FERNÁNDEZ MÉNDEZ (1998) "El papel supervisor del Consejo de Administración sobre la actuación gerencial. Evidencia para el caso español", *Investigaciones Económicas*, 22(3), pp. 501-516.
- GALVE, C. y V. SALAS (1993) "Propiedad y resultados de la gran empresa española", *Investigaciones Económicas*, 27, pp. 207-238.
- GARCÍA SOTO, M.G. (2003) "El gobierno corporativo y las decisiones de crecimiento empresarial" [[www.eumed.net/tesis](http://www.eumed.net/tesis). Consulta: 24/11/2008].
- GARICANO, T. y R. GURRIARÁN (2004) "Las comisiones de nombramientos y retribuciones", *Revistas de Finanzas y Contabilidad*, 33, pp. 71-79.
- HAID, A. y B.B. YURTOGLU (2006) "Ownership Structure and Executive Compensation in Germany" [<http://ssrn.com/abstract=948926>. Consulta: 1/10/2008].
- IRANZO MARTÍN, J.E. (2004) "El gobierno de la empresa en el siglo XXI". E. BUENO CAMPOS (dir. y coord.) *El gobierno de la empresa. En busca de la transparencia y la confianza*. Madrid: Ediciones Pirámide, pp. 79-93.
- JENSEN, M.C. (1993) "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems", *The Journal of Finance*, 48(3), pp. 831-880.

- y W.H. MECKLING (1976) "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3, pp. 305-360.
- KATO, T. y C. LONG (2004) "Executive Compensation, Firm Performance and Ownership Structure: An Empirical Study of Listed Firms in China" [[www.wesleyan.edu/econ/ChinaStockMarket.pdf](http://www.wesleyan.edu/econ/ChinaStockMarket.pdf). Consulta: 15/10/2008].
- LA PORTA, R.; F. LOPEZ DE SILANES y A. SHLEIFER (1999) "Corporate Ownership Around the World", *Journal of Finance*, 54, pp. 471-517.
- LEHMANN, E. y J. WEIGAND (2000) "Does the Governed Corporation Perform Better? Governance Structures and Corporate Performance in Germany", *European Finance Review*, 4, pp. 157-195.
- LEHN, K.; S. PATRO y M. ZHAO (2008) "Determinants of the Size and Structure of Corporate Boards: 1935-2000", *CEI Working Paper Series*, 2008-13, pp. 1-53.
- LINCK, J.; J. NETTER y T. YANG (2008) "The Determinants of Board Structure", *Journal of Finance Economics*, 87, pp. 308-328.
- LÓPEZ RODRÍGUEZ, J. (2002) "Riesgo empresarial y retribución de directivos: una literatura más relevante desde la teoría de la agencia", *Revista de Economía y Empresa*, 17, pp. 123-134.
- LOZANO GARCÍA, M.B.; A. DE MIGUEL HIGALDO y J. PINDADO GARCÍA (2004) "El conflicto accionista-directivo: problemas y propuestas de solución", *Información Comercial Española (ICE)*, 813, pp. 225-246.
- MARTÍN MUÑOZ, A. de (2005) "Algunas consideraciones en torno a la remuneración de los administradores de sociedades cotizadas tras la Recomendación europea de 14 de diciembre de 2004", *Revista de Derecho Mercantil*, 257, pp. 1.147-1.168.
- MARTÍNEZ SANZ, F. (2001) "Comentario al artículo 130 de la Ley de Sociedades Anónimas". I. ARROYO y J.M. EMBID (dirs.) *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas*, vol. I. Madrid: Editorial Tecnos, pp. 1.343-1.366.
- MURPHY, K. (1999) "Executive Compensation". O. ASHENFELTER y D. CARS (ed.) *Handbook of Labor Economics 3B*. Amsterdam: North-Holland, pp. 2485-2563.
- PALACÍN SÁNCHEZ, M.J. (2002) "El gobierno de empresas: mecanismos de control interno y mecanismos de control externo", *Esic Market*, 113, pp. 143-170.

- PEARCE, J.A. y S.A. ZAHRA (1992) "Board Compensation from a Strategic Contingency Perspective", *Journal of Management Studies*, 29, pp. 411-438.
- PÉREZ M.P.; J.M. DE LA FUENTE SABATE y J. HERNANGÓMEZ BARAHONA (1999) "Un modelo contractual para la retribución de los altos directivos" [[www.cepade.es/Ademas/revista.asp?numero=21](http://www.cepade.es/Ademas/revista.asp?numero=21). Consulta: 3/6/2005].
- REYES, L.E. (2002) "La estructura de propiedad y control de las empresas no financieras cotizadas: una descripción de la situación actual ante las reformas del gobierno corporativo", *Dirección y Organización*, 27, pp. 112-126.
- RONCERO A. (1999) "La retribución de los administradores de la sociedad anónima", *Manuales de la reforma mercantil en España*, 4 vols., Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España, Garrigues & Andersen, Abogados y Asesores Tributarios. Madrid: Expansión, vol. III, pp. 343-373.
- SALAS, V. (2002) "El gobierno de la Empresa: Presentación", *Ekonomiaz*, 20, pp. 10-27.
- SÁNCHEZ-CALERO GUILLARTE, J. y B. PUYOL (2004) "La recomendación europea en materia de retribución de los administradores (Algunas reflexiones desde el ordenamiento español)", *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 96, pp. 163-214.
- SÁNCHEZ, G. y M.E. LUCAS (2008) "El nivel retributivo de los altos directivos en las empresas cotizadas españolas: Influencia del tamaño y composición del Consejo de Administración", *22 Congreso Anual de la AEDEM*. Salamanca.
- SANFILLIPO AZOFRA, S. (2004) "Fusiones y adquisiciones bancarias: características e implicaciones de las operaciones realizadas por las entidades de crédito europeas" [[www.tdr.cesca.es/TESIS\\_UC/AVAILAB LE/TDR-0427105-111545](http://www.tdr.cesca.es/TESIS_UC/AVAILAB LE/TDR-0427105-111545). Consulta: 12/12/2008].
- SHLEIFER, A. y R.W. VISHNY (1986) "Large Shareholders and Corporate Control", *Journal of Political Economy*, 95, pp. 461-488.
- SMITH, A. (1776) *Wealth of Nations*. New York: The Modern Library.
- TUSQUETS TRIAS DE BES, F. (1998) *La remuneración de los administradores de las sociedades mercantiles de capital*. Madrid: Civitas.
- YEMARK, D. (1996) "Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors", *Journal of Financial Economics*, 40, pp. 185-211.
- (2004) "Remuneration, Retention, and Reputation Incentives for Outsider Directors", *Journal of Finance*, 59, pp. 2.281-2.308.

**Tabla I: Análisis descriptivo de las variables relacionadas con la retribución de los miembros del Consejo de Administración**

Esta tabla presenta un análisis descriptivo de la muestra respecto a las variables objeto de estudio: Remuneración media de los miembros del Consejo de Administración (*PROMCOMP Consejero*); remuneración media de consejeros ejecutivos (*PROMCOMP ejecutivos*); remuneración media de consejeros dominicales (*PROMCOMP dominicales*); remuneración media de consejeros independientes (*PROMCOMP independientes*); remuneración total del consejo respecto al beneficio neto (*COMEAR Consejo*); remuneración total recibida por los consejeros ejecutivos respecto al beneficio neto (*COMEAR ejecutivos*); remuneración total recibida por los consejeros dominicales respecto al beneficio neto (*COMEAR dominicales*); remuneración total recibida por los consejeros independientes respecto al beneficio neto (*COMEAR independientes*); porcentaje de la retribución fija recibida por el Consejo de Administración sobre la retribución total (*RFRT*); porcentaje de la retribución variable recibida por el Consejo de Administración sobre la retribución total (*RVRT*); porcentaje de la retribución total recibido en forma de dietas (*DTRT*); porcentaje de la retribución total que se corresponde con atenciones estatutarias (*AERT*); porcentaje de la retribución total que se corresponde con opciones sobre acciones y/u instrumentos financiero (*OART*); porcentaje de la retribución total que se corresponde a otros conceptos (*OTRT*); porcentaje de la retribución total que se corresponde con anticipos (*ATRT*); porcentaje de la retribución total destinado a créditos concedidos (*CCRT*); porcentaje de la retribución total destinado a aportaciones a fondos y planes de pensiones (*AFPRT*); porcentaje de la retribución total destinado a obligaciones contraídas con fondos y planes de pensiones (*OBLRT*); porcentaje de la retribución total destinado a primas de seguro de vida (*PSRT*); y, porcentaje de la retribución total destinado a la garantías constituidas por la sociedad a favor de los consejeros (*GCRT*).

<b>REMUNERACIÓN DE LOS MIEMBROS DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN</b>						
<b>Importe de las Retribuciones</b>	<b>N</b>	<b>Mínimo</b>	<b>Máximo</b>	<b>Media</b>	<b>Mediana</b>	<b>Desv. típ.</b>
PROMCOMP Consejero	81	13000,000	934822,300	220985,480	142000,000	220258,660
PROMCOMP ejecutivos	76	0,000	4925500,000	883485,846	480500,000	1028101,866
PROMCOMP dominicales	77	0,000	383000,000	83968,648	59500,000	81770,001
PROMCOMP independientes	75	0,000	1344000,000	106696,222	61166,667	165348,910
COMEAR Consejo	66*	0,002	14,152	0,420	0,037	1,891
COMEAR ejecutivos	66*	0,000	11,234	0,247	0,015	1,406
COMEAR dominicales	66*	0,000	1,228	0,059	0,005	0,208
COMEAR independientes	66*	0,000	2,890	0,092	0,005	0,415
<b>Estructura Retributiva</b>	<b>N</b>	<b>Mínimo</b>	<b>Máximo</b>	<b>Media</b>	<b>Mediana</b>	<b>Desv. típ.</b>
RFRT	76	0,014	1,000	0,446	0,446	0,254
RVRT	48	0,003	0,734	0,227	0,182	0,176
DTRT	55	0,001	1,000	0,238	0,149	0,236
AERT	32	0,035	1,000	0,401	0,335	0,248
OART	8	0,001	0,597	0,215	0,184	0,197
OTRT	32	0,000	0,708	0,147	0,067	0,185
ATRT	1	0,008	0,008	0,008	0,008	0,000
CCRT	4	0,065	0,659	0,400	0,437	0,284
AFPRT	15	0,000	0,423	0,092	0,013	0,136
OBLRT	0	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
PSRT	31	0,000	0,060	0,011	0,004	0,015
GCRT	3	0,090	0,442	0,288	0,332	0,180
<b>Transparencia de la información</b>	<b>N</b>	<b>Porcentaje</b>	<b>Porcentaje acumulado</b>			
Si	21	25,610	100,000			
No	61	74,390	74,390			

\*Se excluyen aquellas empresas que han obtenido un resultado negativo.

**Tabla II: Análisis descriptivo de las variables relacionadas con la estructura y composición del Consejo de Administración**

Esta tabla presenta un análisis descriptivo de la muestra respecto a las variables objeto de estudio: tamaño del Consejo de Administración (*Tam Consejo*); número de consejeros independientes; número de consejeros dominicales; número de consejeros ejecutivos; sociedades cuyo Consejo de Administración tienen un tamaño que se sitúa por debajo de los límites de las recomendaciones del CUBG (*BajoRecomendación CUBG*); sociedades cuyo Consejo de Administración tienen un tamaño que se sitúa en los límites de las recomendaciones del CUBG (*Recomendación CUBG*); sociedades cuyo Consejo de Administración tienen un tamaño que se sitúa por encima de los límites de las recomendaciones del CUBG (*SobreRecomendación CUBG*); número de consejeros externos sobre total de consejeros (*Consej Externos*); número de consejeros independientes sobre el total de consejeros (*ConsejIndependientes*); existencia (valor 1) o no (valor 0) de Comisión de Auditoría (*Comis Auditoria*); número de consejeros externos en la Comisión de Auditoría (*ExterComisAuditoria*); presidente de la comisión de auditoría es (valor 1) o no (valor 0) consejero independiente (*PresAuditoriaConsejIndepen*); existencia (valor 1) o no (valor 0) de comisión de nombramientos y retribuciones (*ComisRetri*); número de consejeros externos en la Comisión de Nombramientos y Retribuciones sobre el total de consejeros que componen dicha comisión (*ExterComisRetri*); presidente de la Comisión de Nombramientos y Retribuciones es (valor 1) o no (valor 0) consejero independiente (*PresRetriConsejIndepen*); y, equilibrio de poderes entre el presidente del Consejo de Administración y el presidente ejecutivo (*Equilibrio*) esta variable toma valor 1 si ambas figuras coinciden en la misma persona y 0 en caso contrario.

<b>ESTRUCTURA Y COMPOSICIÓN DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN</b>						
<b>Tamaño</b>	<b>N</b>	<b>Mínimo</b>	<b>Máximo</b>	<b>Media</b>	<b>Mediana</b>	<b>Desv. típ.</b>
TamConsejo	82	3,000	22,000	11,049	10,000	4,067
Número de consejeros independientes	82	0,000	10,000	3,415	3,000	2,194
Número de consejeros dominicales	82	0,000	17,000	5,159	5,000	3,612
Número de consejeros ejecutivos	82	0,000	6,000	1,976	2,000	1,196
BajoRecomendaciónCUBG	2	3	4	3,500	3,500	0,707
RecomendaciónCUBG	67	5	15	9,896	10,000	2,553
SobreRecomendaciónCUBG	13	16	22	18,154	18,000	2,035
<b>Independencia del Consejo de Administración y de sus comisiones</b>						
	<b>N</b>	<b>Mínimo</b>	<b>Máximo</b>	<b>Media</b>	<b>Mediana</b>	<b>Desv. típ.</b>
Consejexternos	82	0,250	1,000	0,758	0,782	0,148
ConsejIndependientes	82	0,000	0,857	0,315	0,300	0,192
ExterComisAuditoria	82	0,667	1,000	0,941	1,000	0,119
ExterComisRetri	74	0,500	1,000	0,920	1,000	0,132
	<b>Valor</b>	<b>N</b>	<b>Porcentaje</b>	<b>Porcentaje acumulado</b>		
Equilibrio	0	20	24,390	24,390		
	1	62	75,610	100,000		
ComisAuditoria	0	0	0,000	0,000		
	1	82	100	100		
PresAuditoriaConsejIndepen	0	26	31,707	31,707		
	1	56	68,293	100,000		
ComisRetri	0	8	9,756	9,756		
	1	74	90,244	100,000		
PresRetriConsejIndepen	0	31	37,805	41,892		
	1	43	52,439	100,000		