

## «*Mecanismos de disciplina de los directivos en España: el consejo de administración y los sistemas de retribución*»

El presente trabajo realiza una revisión panorámica de la literatura empírica relacionada con el funcionamiento de los consejos de administración de las empresas españolas con especial atención a la fijación de sistemas de retribución. El énfasis se centra en la utilización de dichos mecanismos como sistemas de control de los directivos. Dicho panorama se utiliza para ubicar los resultados obtenidos en el contexto internacional y en base a dicha comparación sugerir nuevas líneas de investigación. El trabajo concluye con una serie de propuestas relacionadas con el marco de actuación político o de interés general y con el marco de actuación particular de cada empresa.

*Idazlan honek Espainiako enpresen administrazio kontseiluen funtzionamendua landu duen literatura enpirikoaren azterketa panoramikoa egin du, arreta berezia ordaintzeko sistemak ezartzeko moduan jarri delarik. Enfasia mekanismo horiek zuzendariak kontrolatzeko sistema gisa erabiltzean jarri da. Panorama hori lortutako emaitzak nazioarteko testuinguruan kokatzeko erabili da eta, alderaketa horretan oinarrituta, ikerketa bide berriak iradokitzeke. Artikuluaren amaieran, zenbait proposamen eskaini dira politikaren edo interes orokorreko jarduketara markoarekin eta enpresa bakoitzaren berarizko jarduketara markoarekin lotura dutenak.*

This work contains a panoramic review of the empirical literature related to the operation of the boards of directors in Spanish companies, with special attention being paid to the establishment of systems of remuneration. The emphasis is centred on the use of such mechanisms as systems to control directors. This panorama is used to locate results obtained in the international context and then, based on such a comparison, suggest new lines of research. This work also concludes with a series of proposals related to the political framework or proposals of general interest. There are also some proposals that refer to the particular action framework in each company.

## ÍNDICE

1. Introducción
  2. La eficiencia del consejo de administración como mecanismo de control
  3. Las políticas de retribución como mecanismos de control
  4. Implicaciones y discusión
  5. Conclusiones
- Referencias bibliográficas

Clasificación JEL: G32, G38

### 1. INTRODUCCIÓN<sup>1</sup>

Las recientes noticias sobre escándalos financieros provenientes del otro lado del Atlántico (Enron, Worldcom, AOL, Time Warner...) han incrementado las dudas sobre el correcto funcionamiento de los mecanismos de control de las grandes sociedades anónimas. Más aún cuando dichos acontecimientos se producen en uno de los mercados de valores considerado entre los más eficientes del mundo, el *New York Stock Exchange*. Dichos escándalos han supuesto pérdidas millonarias para los accionistas de dichas empresas e incluso para los ac-

cionistas de otras sociedades cotizadas en bolsa ya que en opinión de muchos analistas financieros, la crisis de confianza generada por dichos escándalos ha sido una de las principales causas de los recientes descensos de los índices bursátiles de todo el mundo. ¿Se podía haber evitado?

Dicha pregunta ha resurgido recientemente en los medios de comunicación aunque se hallaba consolidada ya como una importante línea de investigación en el mundo académico. Quizás el principal avance se haya producido en la identificación del problema, la asimetría de información entre accionistas y directivos, piedra angular de la teoría de agencia. Ello ya permite avanzar algunas respuestas a la pregunta anterior. Evitar en su totalidad dichos casos o comportamientos exige generar información, es decir incu-

---

<sup>1</sup> El presente trabajo se ha beneficiado de los comentarios realizados por M.D. Álvarez, A. Bayo, E. Neira, P. Pérez, V. Salas, G. Sánchez y J.A. Varela a versiones previas del mismo y de la financiación recibida por los autores, DGICYT PB 97-0185-C03-01.

rrir en unos costes que lo pueden hacer inviable económicamente. ¿Qué hacer en estas situaciones?

La literatura ha sugerido diversos mecanismos que pueden reducir las probabilidades de que sucedan dichos casos vinculados con los sistemas de retribución de directivos y la posibilidad de cesarlos de sus puestos. En la mayoría de casos ambas decisiones recaen sobre el consejo de administración de las sociedades anónimas. En definitiva nos estamos planteando el correcto funcionamiento de los consejos de administración en uno de sus ámbitos de actuación, el control de los directivos.

En este trabajo se presenta una visión panorámica de la literatura empírica española sobre los temas mencionados. Aunque dichos temas estén sumamente relacionados, la literatura sobre eficiencia de los consejos de administración y retribución de directivos han discurrido por caminos separados, excepto escasas excepciones que han intentado combinar ambos temas (Alvarez y Neira, 2001 por ejemplo). Así, la exposición se articulará en un primer apartado donde se revisa la literatura que analiza las características de los consejos de administración que influyen en su eficiencia y en un segundo apartado donde se analizan las políticas retributivas concretas que han fijado los distintos consejos de administración. En ambos casos, la literatura revisada se enmarca dentro del debate internacional proponiéndose nuevas líneas de investigación y algunas sugerencias sobre actuaciones en el marco político y en el funcionamiento de los consejos.

## **2. LA EFICIENCIA DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN COMO MECANISMO DE CONTROL**

El consejo de administración de las sociedades anónimas se puede entender como un nexo de unión entre los accionistas y la dirección general. Entre otras funciones, se puede considerar como uno de los principales instrumentos o mecanismos de los accionistas para supervisar y disciplinar las actuaciones de la gerencia cuando existe separación entre propiedad y gestión. Como órgano intermedio en el control de la actuación de los gerentes, su capacidad de disciplina viene ligada a su tamaño, composición y otras variables propias de las empresas, como su estructura de propiedad. En los trabajos de Hermalin y Weisbach (1988), Daily y Dalton (1994), Kaplan y Milton (1994) o Franks, Mayer y Renneboog (2001) se plantea empíricamente la capacidad de disciplina de los consejos a los gerentes ante malos resultados de las empresas que gestionan. Estos trabajos, realizados en diferentes países y por tanto en diferentes entornos institucionales, muestran resultados similares: el consejo de administración juega un papel disciplinario a través de la sustitución de ejecutivos ante malos resultados de las empresas. Este papel disciplinario estará en parte condicionado por variables propias de diseño del consejo, como su tamaño o su composición, pero en cualquier caso el efecto es significativo.

El propósito de este apartado es recoger las aportaciones al análisis del papel de los consejos de administración como mecanismo interno de control para el

caso español. En la literatura se analizan básicamente dos características o variables de diseño que influyen en la capacidad supervisora del consejo. Estas características son la composición y el tamaño. En el informe Olivencia (1998) ya se incide en la conveniencia de que las empresas tengan consejos no demasiado numerosos y en la inclusión de consejeros independientes. Este informe parte de los estudios empíricos sobre el efecto negativo de consejos demasiado numerosos y demasiado alineados con la gerencia. En EEUU han sido bastantes los trabajos sobre este tema y también son significativos los trabajos realizados en Europa. En este artículo vamos a sintetizar los realizados para el caso español.

## **2.1. Consejos de administración y gobierno de la empresa**

A mediados de los años noventa, surgió en EEUU y en Europa la preocupación por el buen gobierno de las sociedades cotizadas. El informe Cadbury (1992) supuso un paso para sistematizar las respuestas a los problemas de gobierno. Este informe recogía propuestas para mejorar la efectividad de los mecanismos de gobierno que, de ser aplicadas, supondrían una mejora en el funcionamiento de las empresas cotizadas. En España no se desarrolló este código de buen gobierno hasta unos años más tarde, con el informe Olivencia (1998). De todas formas, ya el Círculo de Empresarios (1995) se había pronunciado sobre las características dominantes de los consejos en las grandes sociedades anónimas españolas con accionariado disperso, es decir, con

una mayor separación entre propiedad y gestión y por tanto mayores problemas de gobierno. Este pronunciamiento fue como un diagnóstico o paso previo para proponer la puesta en marcha de reformas. Básicamente, la situación descrita por el Círculo de Empresarios era la existencia de consejos con miembros poco independientes, con poca representación de los accionistas y con información opaca e insuficiente. Así, se encargó a una comisión presidida por el profesor Olivencia la redacción de un informe sobre la problemática de los consejos de administración y la elaboración de un código ético de buen gobierno de asunción voluntaria por las sociedades. Este informe, conocido por informe Olivencia (1998), pretendía ser el homónimo español de los diferentes códigos de buen gobierno que, partiendo del modelo del informe Cadbury (1992), se estaban desarrollando en diferentes países.

En esta primera etapa del estudio de los consejos, no sólo ha habido propuestas institucionales o gubernamentales. También ha habido aportaciones desde otras perspectivas no estrictamente académicas. Así, por ejemplo, cabría citar el trabajo de Bengoechea (1996), en el que analiza los mecanismos de control interno de las empresas poniendo especial énfasis en la necesidad de reforzar el papel del consejo, o el libro de San Sebastián (1996) en el que proporciona una síntesis de la doctrina jurídica española sobre los consejos de administración. También el libro de Eguidazu (1999) desarrolla la idea de la necesidad de un buen gobierno corporativo para crear valor en la empresa. En el capítulo cuarto de dicho libro se

aporta evidencia empírica y se analizan los rasgos básicos del funcionamiento y comportamiento de los consejos de administración de las empresas españolas, especialmente las cotizadas.

### *Perspectiva académica*

La visión académica ha sido expuesta por diferentes autores básicamente a través de trabajos de síntesis y empíricos. Uno de los trabajos más completos es el de Salas (1999). El profesor Vicente Salas hace una síntesis completa de las aportaciones de la economía al estudio del gobierno de la empresa. Se trata de un trabajo amplio y riguroso, teniendo como objetivo último el mejor conocimiento del gobierno de la gran empresa societaria española. Para ello ordena y revisa una parte muy importante de los estudios publicados en España sobre el tema, además de hacer análisis comparados con modelos empíricos de otros países. En el capítulo V trata sobre el consejo de administración, tanto en España como en otros modelos de gobierno, ofreciendo un análisis que ofrece perspectiva y puntos de comparación.

Otros trabajos destacables son, por ejemplo, los de Álvarez, Gallo y Ricart (1999a, 1999b) y Fernández y Gómez (1999). En los trabajos de Álvarez, Gallo y Ricart se exponen los resultados de una investigación sobre las prácticas de gobierno y dirección de las empresas españolas. En primer lugar se presentan los resultados sobre la situación actual de las prácticas de gobierno en España, incluyendo un amplio y exhaustivo estudio del consejo de administración. En segundo

lugar, se analiza el equilibrio de poderes entre los órganos de gobierno y dirección de la empresa, estableciendo una tipología de los consejos de administración según el poder del propio consejo, argumentando en favor de los consejos participativos.

En el trabajo de Fernández y Gómez (1999) se hace una revisión sobre el estado de la cuestión del gobierno de la empresa con especial referencia a la evidencia empírica disponible tanto para el caso español como para los demás países. En este trabajo se analizan las características y diferencias entre los sistemas de gobierno y el papel de los distintos mecanismos «alineadores» y supervisores de la actuación gerencial. También en este trabajo existe un apartado sobre el consejo de administración.

Los trabajos de Gutiérrez-Urtiaga (2000a, 2000b) constituyen una aportación teórica muy interesante, abordando la cuestión desde la perspectiva del análisis económico. En el primer trabajo (Gutiérrez-Urtiaga, 2000a) se modeliza la toma de decisiones por parte del consejo de administración, considerando la doble función de aconsejar y supervisar a la gerencia. El segundo trabajo (Gutiérrez-Urtiaga, 2000b) analiza cómo diseñar reglas de responsabilidad legal óptimas para incentivar a los consejeros a cumplir sus obligaciones y a la vez maximizar el valor de la empresa.

Además de estos trabajos citados, también se aportan reflexiones o evidencias sobre los consejos de administración en los trabajos de Arruñada (1998), Galve y Salas (1996) o Melle (1998).

Entre los trabajos más recientes destacaríamos los de Gutiérrez, Lloréns y Aragón (2000) y el de Leech y Manjón (2001). En el primer trabajo se trata de contrastar empíricamente si es la relación de propiedad o la de endeudamiento la determinante en la composición de los consejos de administración de las empresas. Es decir, ver hasta qué punto la doble pertenencia de algunos consejeros en consejos de entidades financieras y también en las empresas no financieras vinculadas responde a una relación de endeudamiento o de propiedad. Por otra parte, Leech y Manjón (2001) concluyen, para el caso español, que mientras que la propiedad está fuertemente concentrada, los mecanismos de control como los consejos de administración y los accionistas institucionales no juegan un papel relevante.

## **2.2. Efectividad de los consejos de administración**

En este apartado comentaremos los trabajos empíricos que abordan aspectos más concretos de la efectividad de los consejos como mecanismo de control. Básicamente, estos trabajos contrastan la efectividad de las variables tamaño y composición, tal como apuntábamos al principio. La falta de datos y las dificultades para obtenerlos no han favorecido la elaboración de trabajos empíricos sobre este tema. De todas formas, aunque pocos en cantidad, los trabajos realizados en España cubren suficientemente muchas de las preguntas sobre la efectividad de los consejos, y aportan la evidencia empírica necesaria para la discusión y posterior avance en este campo.

Veamos en primer lugar las aportaciones al análisis de la influencia del tamaño sobre la efectividad de los consejos. El trabajo de Andrés, Azofra y López (1999) analiza una muestra de 450 empresas no financieras pertenecientes a 10 países desarrollados, entre ellos España. Los resultados del análisis empírico apuntan a una relación inversa entre el valor de la empresa y el tamaño del consejo de administración. La explicación es consistente con la teoría: los problemas de coordinación, comunicación y flexibilidad parecen tener un mayor peso que los beneficios derivados de una mayor supervisión y control por parte de consejos con más directores. Asimismo, también se encuentra que esta relación negativa disminuye a medida que aumenta el tamaño de la empresa. Estos resultados coinciden en parte con los encontrados en los trabajos de Fernández, Gómez y Fernández (1998a, 1998b). Estos autores utilizan una muestra de empresas cotizadas durante 1993 en la Bolsa de Madrid. El análisis empírico muestra una relación no lineal entre tamaño del consejo y la ratio «q» de Tobin. Así, inicialmente incrementos en el tamaño favorecen la efectividad del consejo incrementando la «q» de Tobin, pero después de un cierto punto ocurre el fenómeno inverso: incrementos en el tamaño conduce a reducciones en la ratio «q». Por tanto, se sugiere que los problemas de coordinación y toma de decisiones en consejos con un elevado número de miembros superan las posibles ventajas.

Por lo que se refiere al efecto de la composición sobre los resultados, la evi-

dencia empírica obtenida para el caso español no ofrece unanimidad, y por tanto no la podemos considerar concluyente. Así, en los trabajos citados anteriormente de Fernández, Gómez y Fernández (1998a, 1998b), se encuentra una relación positiva y significativa entre proporción de consejeros ejecutivos y valor de la empresa. También Fernández (2000) detecta que una mayor proporción de consejeros externos influye significativamente en el reemplazo del equipo gestor. Ambas evidencias explicarían la capacidad de los consejeros no ejecutivos de supervisar y disciplinar a los gerentes y, por tanto, generar valor para el accionista. Estas conclusiones van en el mismo sentido que las recomendaciones contenidas en el informe Olivencia (1998), una de las cuales es dotar de mayor presencia a consejeros desvinculados de la gerencia a fin de conseguir un mayor beneficio para las empresas. Sin embargo, esta evidencia no se encuentra en el trabajo a escala internacional de Andrés, Azofra y López (1999). Tampoco en Gispert (1998) se encuentra evidencia de que la presencia de consejeros externos provoque una mayor rotación de ejecutivos en caso de malos resultados de las empresas. Una posible causa de la discrepancia respecto los resultados de Fernández, Gómez y Fernández (1998a) puede ser debida a la metodología utilizada. Gispert (1998) utiliza un panel de datos que abarca de 1989 a 1995 y estima un «modelo Tobit» con la rotación de ejecutivos como variable independiente. Fernández, Gómez y Fernández (1998a) utilizan datos de corte transversal estimando un «modelo OLS». Otro motivo de esta falta de uniformidad podría ser la di-

ficultad para identificar los consejeros que son verdaderamente independientes. Entre los datos que las sociedades cotizadas deben suministrar a la CNMV, no se encuentra la representación de cada consejero. Éste sería un dato muy útil para poder discriminar entre los consejeros independientes y lo llamados «dominicales» (que representan a accionistas de referencia), con lo que los análisis empíricos se verían notablemente enriquecidos.

### 3. LAS POLÍTICAS DE RETRIBUCIÓN COMO MECANISMOS DE CONTROL

La formulación de la teoría de la agencia (Jensen y Meckling (1976)) implicó una importante eclosión de estudios empíricos sobre las políticas retributivas de las empresas y especialmente de sus máximos directivos. Murphy (1999) o Barkema, Gómez-Mejía (1998) presentan exhaustivas revisiones de dicha literatura, sesgada la primera<sup>2</sup> a contribuciones presentadas en revistas que podríamos catalogar de economía<sup>3</sup>, y la segunda en revistas de gerencia o «management»<sup>4</sup>. Aunque la profusión de trabajos cabe ubicarla al entorno de la economía americana, es notable el reciente desarrollo de trabajos que centran su análisis en el mundo empresarial español. La intención

---

<sup>2</sup> Puede verse una síntesis en Salas (1999), capítulo IV.

<sup>3</sup> *Journal of Political Economy*, *Journal of Accounting and Economics* o *Journal of Financial Economics*, son algunas de las revistas más citadas.

<sup>4</sup> *Academy of Management Journal*, *Administrative Quarterly Science* or *Strategic Management Journal* son algunas de las revistas más citadas.

de este apartado es sintetizar las aportaciones de la academia española<sup>5</sup> al estudio de las retribuciones monetarias de los directivos, que aunque no sea la única forma de reconocer el trabajo (Azorín y Sellers (1999) analizan distintas formas de compensar al equipo de ventas y su vinculación con las características personales de los individuos), es la más destacada por los directores comerciales (Varela (1991)) y la más analizada en el mundo académico.

Murphy (1999) divide la literatura sobre retribuciones en dos bloques, el análisis de los factores determinantes de su montante total y los distintos elementos que la componen. Para cada bloque presentaremos los resultados obtenidos para el caso español y los compararemos con las principales conclusiones de las líneas de investigación internacionales descritas en los artículos ya citados.

### 3.1. El nivel salarial

Quizás, la evidencia empírica más persistente en la literatura sobre retribuciones, detectada también a nivel español (Álvarez y Neira (1999), Pérez (1999)), es la relación entre el salario del máximo directivo y el tamaño de la empresa medido a través de las ventas, plantilla u otras medidas similares. Rosen (1992) ofrece una visión panorámica de trabajos inter-

nacionales que analizan dicha relación, encontrando que la elasticidad de la retribución respecto a las ventas es bastante estable entre estudios de distintos países y sectores, siendo de alrededor del 0.25. En promedio, si el volumen de ventas de una empresa es un 10% superior a otra, la diferencia de salarios entre sus máximos directivos será del 2.5%. Para el caso español la diferencia de salarios es algo inferior, 1.6% en Peña Sánchez (1978) o más recientemente, 1.3% en Ortín (1997), es decir elasticidades entre el 0.16 y el 0.13. A todo ello hay que unir que, en opinión de los responsables de las políticas de recursos humanos, las empresas españolas se desvían poco de lo que se podría considerar salario de mercado, (Romero y Valle (2001)).

La explicación más aceptada dentro de la teoría económica teórica y consistente con las evidencias anteriores, se basa en el análisis de la formación del precio en el mercado de servicios de los directivos, Rosen (1982). Consideremos a los máximos directivos como el nexo de una serie de intercambios necesarios para poder producir un conjunto de productos. Dichos intercambios se llevan a cabo porque generan riqueza para las distintas partes contractuales. Los gestores tienen dos vías para incrementar la riqueza que finalmente se apropian, incrementar su poder de negociación, o incrementar el volumen de transacciones. Aunque se podría argumentar la existencia de una relación entre tamaño de la empresa y poder de negociación y como consecuencia salario, parece más directa la relación entre volumen de transacciones, riqueza generada y salario. Dada esta

---

<sup>5</sup> La dificultad de no disponer de bases de datos informáticas sobre artículos publicados en revistas españolas puede conllevar la omisión de algún trabajo. Esperamos la comprensión de todos aquellos autores omitidos rogando que nos informen de la existencia de dichos trabajos.

relación, ¿porqué no todos los directivos incrementan el volumen de transacciones y consiguen mayores emolumentos? La respuesta a dicha pregunta es que algunos no pueden. Un incremento del volumen de transacciones supone una reducción en la atención que presta la alta dirección a cada unidad producida dado que su tiempo es un recurso escaso. Las diferencias en el tamaño de las empresas, y por lo tanto en el salario de los directivos, se explicaría por que los directivos tienen distintas capacidades o habilidades que hacen mayores o menores las pérdidas anteriores, y por lo tanto mayores o menores las empresas que finalmente pueden dirigir.

La dificultad de contrastar estas últimas relaciones reside en medir las habilidades o capacidades de los directivos. Partiendo de la teoría del capital humano (Becker, 1964; Mincer, (1974)) la información sobre la educación y la edad de los directivos puede ser indicativa de las inversiones que éstos han realizado para el desarrollo de dichas habilidades. Trabajos con datos españoles y referidos a directivos de niveles medios e intermedios contrastan las comentadas relaciones entre las variables de capital humano como *proxies* del talento, el volumen de recursos gestionados y los salarios finalmente percibidos (Ortín y Salas (1997)). Los resultados obtenidos muestran una fuerte evidencia de la relación entre las variables de capital humano y las dos variables comentadas, recursos gestionados y salario. En concreto, el incremento de capital humano que permite aumentar un 10% el volumen de recursos gestionado, lleva implícito un incremento del salario

del 4%. Estos resultados ponen en entredicho las elasticidades de la remuneración con respecto al talento inicialmente estimadas y dificultan su interpretación y comparación.

Llegados a esta situación, la pregunta clave de ¿cobran demasiado los directivos?, de acuerdo con este modelo debería replantearse cómo, ¿la rentabilidad de las inversiones en formación de los directivos es superior a la del resto de trabajadores u otro tipo de inversiones? Los resultados obtenidos hasta la fecha ponen de manifiesto que la rentabilidad de la titulación superior para los directivos es del 14% (Ortín, 1998), *versus* el 8,5% estimado para la población general (Alba y Sansegundo, 1995; Rodríguez, Vera y Moreno, (1995)). Aunque prematuro, los primeros indicios apuntan a diferencias significativas de rentabilidad.

### *Los componentes del salario*

La mayoría de estudios empíricos detectan que el paquete retributivo de los directivos va más allá del pago de un simple salario. Murphy (1999), de acuerdo con la evidencia empírica disponible, identifica cuatro componentes dentro del paquete retributivo de los máximos directivos, i) el salario base, ii) bonos o primas anuales, iii) *stock options* o incentivos a largo plazo, y iv) otras compensaciones (siendo las más usadas en el caso español, el coche, el seguro y los cursos de formación (ver Romero y Valle (2001a) p. 107).

El punto de mira de las principales investigaciones se ha centrado sobre los apartados de incentivos ii) y iii), paralelamente, quizás, al desarrollo teórico dispo-

nible, que ha relegado a un segundo plano el análisis de los otros componentes a pesar de su elevada utilización. Por ejemplo, en la muestra de empresas analizada por Romero y Valle (2001a) más del 68,7% de las empresas ofrecía coche a sus directivos o más del 42,4% cursos de formación.

### 3.2. La retribución variable

Respecto a la componente de incentivos y frente a lo que ocurre en el caso de los países anglosajones, y principalmente EEUU, ninguno de los estudios detecta el uso de *stock options*, quizás porque en las fechas a que hacen referencia los datos era marginal el acceso de los directivos a planes de adquisición de acciones (17,2% de las empresas analizadas por Romero y Valle (2001a)). Es por ello que los principales trabajos sobre el mercado español se centran en el análisis de los bonos o primas anuales.

La teoría de la agencia es la principal explicación esgrimida para la utilización de este tipo de remuneración. De acuerdo con lo expuesto en el apartado anterior, si la remuneración de los directivos fuera proporcional a su capacidad de generar riqueza, esta remuneración debería estar sujeta a las variaciones de ventas, plantilla etc. De acuerdo con la teoría de agencia, la explicación de que la remuneración de un directivo no se vea excesivamente influenciada por dichos vaivenes es que los accionistas les protegen de las mismas. La razón es que los accionistas pueden repartir sus inversiones entre distintas empresas y por lo tanto diversificar

el riesgo mejor que los directivos que suelen concentrarlo en la empresa que dirigen. De acuerdo con estos argumentos los accionistas deberían actuar como una aseguradora, el directivo cobraría un determinado salario fijo, la riqueza que esperaba apropiarse menos una prima por el seguro<sup>6</sup>, y los accionistas asumirían las fluctuaciones en la generación de riqueza. Sin embargo, este contrato de seguro, al igual que muchos otros, sufre de problemas de riesgo moral, ya que no es posible discernir si el directivo, con sus acciones, ha perseguido la creación de riqueza o su propio interés. Ante esta situación, los resultados teóricos ponen de manifiesto que es mejor utilizar un sistema de seguro parcial (retribución variable) que el seguro total antes comentado.

La utilización de sistemas de compensación variable está prácticamente generalizado para la mayoría de empresas norteamericanas representando, en promedio, alrededor del 50% de su retribución total. La situación es muy distinta en España, donde los estudios realizados ponen de manifiesto un menor uso de la retribución variable e importancia de la misma (Pérez, 1999). Así por ejemplo, Ortín y Salas (1998) detectan que alrededor del 29% de empresas de su muestra no pagan bonos a ninguno de los directivos sobre los que se tiene información, siendo del 15,2% en Romero y Valle (2001a). Dadas las diferencias temporales en la recolección de datos, 1990-1992 y 1995, dichos resultados podrían poner de manifiesto una

---

<sup>6</sup> Teóricamente, por tanto, el montante salarial está relacionado con la composición del paquete retributivo, aunque empíricamente se suelen separar dichos análisis.

extensión de la utilización de la compensación variable.

En cuanto al importe de los bonos, para el máximo directivo los promedios oscilan entre el 18% y el 25% detectados respectivamente en los trabajos de Ortín y Salas (1998) y Álvarez y Neira (1999) aunque este último estudio está centrado en empresas que cotizan en bolsa. Existen diferencias sustanciales entre niveles jerárquicos y áreas funcionales que de acuerdo con los responsables de recursos humanos pueden oscilar entre porcentajes del 11 y el 20% (Romero y Valle (2001a)). Más concretamente, Ortín y Salas (1998) ponen de manifiesto oscilaciones entre el 9% y el 28% correspondiendo dichos promedios a los cargos directivos con menor responsabilidad en el área funcional de administración, el primero, y a la de marketing el segundo.

Lo más interesante, llegado a este punto, es preguntarnos por qué existen estas diferencias entre países, empresas e incluso puestos de trabajo. En este sentido, la literatura se hace bastante más dispersa, dada la variedad de factores, que de acuerdo con el modelo teórico pueden incidir en la importancia de los incentivos. Azorín (1999) analiza la importancia de los incentivos para vendedores<sup>7</sup> con el fin de contrastar la versión básica más extendida del modelo de agencia, donde los incentivos dependen positivamente de la rentabilidad para la empresa de los incrementos del esfuerzo de los empleados y la capacidad de respuesta de los

empleados ante el sistema de incentivos, y negativamente del grado de aversión al riesgo de los empleados y la incertidumbre de los resultados. Los resultados obtenidos confirman las predicciones del modelo.

La dificultad en el contraste de dicho modelo reside, sobretudo, en la medición de las variables, ver por ejemplo el trabajo de Azorín y Varela (1996), y en el hecho de que el único mecanismo contemplado para alinear los objetivos de los directivos y accionistas sea la retribución variable.

Dada esta complejidad y la relación entre los distintos componentes de las políticas de recursos humanos se ha desarrollado una línea de investigación que relaciona tipologías de estrategias empresariales y características de las políticas de recursos humanos. Álvarez y Neira (1999), sobre una muestra de alrededor de 17 empresas cotizadas en bolsa, detectan cierta relación positiva entre la importancia de los incentivos al máximo directivo y el grado de diversificación y proactividad de las estrategias empresariales. Extensiones de este trabajo, Álvarez y Neira (2001), no encuentran relación entre el nivel de riesgo que asumen los directivos (una medida compuesta del nivel de incentivos, temporalidad del contrato y variabilidad de los resultados) y distintas características del consejo de administración. García-Tenorio y Pérez (1998) para una muestra de 43 empresas constructoras no detectan que los incentivos estén relacionados con el grado de interdependencia e interrelaciones de los distintos grupos de trabajadores que componen la empresa, aunque estas va-

---

<sup>7</sup> Berné *et al.* (1997) analizan otros aspectos de la remuneración de los vendedores.

riables si influyen en otros aspectos de las políticas de retribución, como las medidas de resultados escogidas y su horizonte temporal. Estudios con muestras mayores Sanz *et al.* (1999), Romero y Valle (2001b), Sánchez y Aragón (2003)), aunque referidos a empresas que no cotizan en bolsa, apenas encuentran vinculación entre la importancia de los incentivos y estrategias empresariales. Romero y Valle (2001b) siguiendo la clasificación de estrategias en función de su agresividad propuesta por Miles y Snow (1978) encuentran que la estrategia apenas influye en las políticas de recursos humanos, en contra de los resultados obtenidos para muestras de empresas norteamericanas. Sánchez y Aragón (2003) encuentran ciertas relaciones positivas entre agresividad de la estrategia y nivel de compensación o plazo de los incentivos pero son escasamente significativas las relaciones con la importancia de los incentivos. Sanz *et al.* (1999) encuentran ciertas relaciones entre las políticas de recursos humanos y las estrategias empresariales de innovación, de calidad y de costes (Schuler y Jackson (1987)). En concreto las principales diferencias se muestran en las políticas retributivas. Sin embargo dichas diferencias no afectan a la importancia de los incentivos, afectando a otros aspectos como la temporalidad de los contratos, la formación, la participación de los trabajadores o la utilización de compensaciones no monetarias.

Resultados más alentadores parecen obtenerse cuando se analizan aspectos más específicos de las estrategias empresariales y sus relaciones con las políti-

cas de recursos humanos. Ortín y Salas (1998) analizan de forma conjunta la decisión de pagar incentivos y la importancia de los mismos. El marco teórico sugiere que existen otros mecanismos contractuales alternativos a los incentivos para alinear los intereses de los accionistas y directivos, como puede ser la amenaza de despido (o salarios de eficiencia (Shapiro & Stiglitz, 1984)) o las políticas de promoción (torneos (Lazear y Rosen (1989))). La evidencia empírica presentada es consistente con la idea de que en la implantación de incentivos las empresas comparan su eficiencia a la hora de alinear los objetivos de directivos y accionistas con la eficiencia de las políticas de despido. Por otro lado, los resultados también son consistentes con la idea de que la importancia total de los incentivos depende, además de las variables del modelo clásico ya citadas, negativamente de las posibilidades de promoción y positivamente con el nivel de competencia en el mercado y las rentas por información privada de los directivos.

Se han realizado estudios con muestras de trabajadores directos, (Bayo y Huerta (2002 a,b)) donde se analizan, respectivamente, los factores que determinan la utilización de incentivos colectivos e incentivos individuales en una amplia muestra de establecimientos industriales. Un 52% de los establecimientos industriales utilizan incentivos a la producción, vinculados a resultados individuales y en tan sólo un 12% incentivos vinculados a los resultados colectivos. La evaluación a través de resultados individuales parece ser ventajosa para los trabajadores y es más utilizada en aquellos sitios donde se

supervisa menos, hay más trabajo en equipo y menos diversidad de tareas. La remuneración vinculada con los resultados colectivos se ve favorecida en plantas pequeñas, por la introducción de técnicas modernas de producción, la presencia de capital extranjero, las expectativas de crecimiento y la utilización de criterios de selección poco basados en la personalidad de los trabajadores.

Finalmente los trabajos de Sánchez y Aragón (2002, 2003) se plantean los efectos de las políticas retributivas sobre los resultados de las empresas. La evidencia apunta a que los resultados dependen del ajuste de los sistemas retributivos a la estrategia y el entorno de las empresas.

### **3.3. Otros mecanismos contractuales para la reducción de problemas de agencia**

Las promociones han sido consideradas como «torneos» (Lazear y Rosen (1989)) en los que varias personas compiten por un premio. La alineación se consigue otorgando el premio a aquel que en el pasado ha obtenido mejores resultados. Aunque teóricamente no está muy claro qué se puede conseguir por este sistema que no se logre vía incentivos, el modelo ha sido ampliamente citado y testado empíricamente. Los trabajos de Díaz (1992) y De Jorge (2000) analizan las políticas de promociones y la estructura jerárquica de dos empresas distintas, el primero más cualitativamente y el segundo más cuantitativamente. En ambos trabajos se pone de manifiesto la

estabilidad de las estructuras jerárquicas y de la mayoría de relaciones laborales a lo largo del tiempo. De Jorge (2000) muestra que aunque la empresa analizada está estructurada jerárquicamente y existen diferencias salariales entre el salario medio de los distintos niveles jerárquicos, no es raro que algunos directivos de niveles jerárquicos inferiores cobren más que algunos de sus colegas del nivel jerárquico superior. En referencia al salario, el principal determinante parece la antigüedad en la empresa. En este sentido Díaz (1992) pone de manifiesto que, tanto la dirección de la empresa analizada como el convenio con los trabajadores, citaban la antigüedad en la empresa como el principal criterio para determinar las promociones. El trabajo también pone de manifiesto que entre los empleados existe una fuerte dispersión sobre cuáles son los criterios para promocionar. Todo ello plantea ciertas dudas sobre la utilización de los «torneos» como sistemas de incentivos. Ortín y Salas (2002) analizan en una muestra de 669 estructuras jerárquicas que parte de las diferencias salariales entre niveles jerárquicos son para compensar las diferencias en capital humano que se exige para su correcto funcionamiento y cuáles se deben a otras causas como por ejemplo los «torneos». Alrededor del 50% de las diferencias salariales se explican por diferencias en las dotaciones de capital humano.

Todos estos resultados van en línea con la evidencia presentada por Baker *et al.* (1994 a,b). Gibbons y Waldman (1999) interpretan estos resultados, o más concretamente la existencia de

mercados internos de trabajo, como un proceso a lo largo del cuál los trabajadores aprenden a llevar a cabo sus actividades y los empresarios a conocer las habilidades de los trabajadores. Con el tiempo, aquellos más hábiles aprenden más y van obteniendo mejores resultados, lo que les lleva a ocupar puestos más altos en la jerarquía. La señalización es más rentable al principio de sus carreras, lo que conllevará mayores esfuerzos por sobresalir.

Otro de los mecanismos contractuales que se pueden utilizar para paliar en parte los problemas de agencia, es el despido, formalizado a través de los modelos de salarios de eficiencia (Shapiro y Stiglitz (1984)). La idea es muy simple. Si los beneficios o una medida imperfecta del nivel de dedicación de los directivos cae por debajo de un nivel aceptable, el directivo será despedido al estilo de lo que parece suceder con los entrenadores de fútbol. Sobre rotación de directivos<sup>8</sup> españoles sólo conocemos el trabajo de Alfaro y Tribó (2002) donde se ponen de manifiesto las vinculaciones entre las políticas de despido de los máximos directivos y las políticas de contratación de trabajadores. En dicho trabajo se detecta que la rotación de los directivos españoles está alrededor del 11%, en el año 1998, cifra equivalente a la obtenida en los años con menor rotación en EEUU, Murphy (1999). Con la información disponible, es difícil aventurar si existen diferencias entre dichos países.

#### 4. IMPLICACIONES Y DISCUSIÓN

Obviamente nos falta mucho por aprender. La simple comparación con la cantidad de trabajos elaborados en el ámbito anglosajón abre un abanico de posibles líneas de investigación a nivel nacional. Así por ejemplo, en el campo de los consejos de administración, sería interesante la realización de trabajos sobre los efectos de la presencia de independientes en los resultados, pero para ello sería necesaria la difícil tarea de distinguir los auténticos independientes de los llamados «dominicales». En el terreno de la investigación sobre retribuciones, es de esperar la realización de estudios sobre el papel de las *stock options* en España y sobre todo de análisis más pormenorizados de la eficiencia de las distintas políticas retributivas.

Tampoco las investigaciones en el mundo anglosajón han agotado, ni mucho menos todas las posibles vías de investigación. Por ejemplo, en el terreno de los consejos de administración, el análisis de las distintas funciones que deben realizar, las interrelaciones entre ellas, y sus implicaciones sobre las actuales consideraciones sobre su composición y funcionamiento son temas escasamente abordados. Las interrelaciones entre las características de los consejos de administración, políticas retributivas y resultados también son temas poco abordados, y los primeros resultados (Álvarez y Neira, 2000) apuntan a que pueden ser significativos. En general, las relaciones entre distintos mecanismos para generar incentivos: promociones, retribuciones variables, supervisión directa etc. han

<sup>8</sup> Aragón *et al.* (1996) presentan un análisis empírico del ajuste entre características de los directores y diversas características del entorno.

sido relativamente poco estudiados, y es que incluso se conoce poco sobre las ventajas de esquemas de retribución no lineales, *stock options*, límites (superiores o inferiores) al importe de remuneración variable, frente a sistemas lineales.

Como nunca podremos llegar a conocerlo todo, políticos y empresarios deben actuar con el conocimiento actual, por lo que nos vamos a permitir un conjunto de consideraciones, algunas de ellas expuestas ya en otros trabajos (por ejemplo, en Salas, 1999).

Hasta ahora, la intervención pública en el terreno de los consejos de administración se suele restringir a la elaboración de códigos o informes de buen gobierno, informe Olivencia, Cadbury, etc., a los que de forma voluntaria se adhieren las distintas empresas cotizadas. Parte del éxito de estos informes estará ligado a que recojan con el mayor acierto posible los resultados de los trabajos publicados hasta la fecha, sobretodo los relacionados con la eficiencia de las distintas características de los consejos de administración. De ahí la necesidad de fomentar y estimular este tipo de trabajos.

Sin embargo, el éxito de estas medidas, al ser voluntarias, radica también en que sean un sistema efectivo de señales (Spence, 1976), ya que habitualmente van a ser los responsables de las sociedades los principales impulsores de su implantación. Aunque desconocemos trabajos académicos sobre el tema, la información aparecida en prensa<sup>9</sup> pone de

manifiesto que la adopción de las recomendaciones del informe Olivencia por parte de las empresas españolas ha sido más bien escasa. Una posible explicación es que los responsables de las sociedades no consideran que las medidas sean efectivas, lo cual iría en contra de la mayor parte de literatura expuesta en este trabajo, o que no tienen interés en ponerlas en marcha. En este caso, para que los directivos tengan interés en emitir una señal de buen gobierno es preciso que quién «señaliza» obtenga un beneficio superior a si no lo hace. Dicho beneficio procede de la reputación de que todos aquellos que ostentan la señal son empresas bien gobernadas, es decir accionistas y directivos deberían compartir los beneficios del buen gobierno. La credibilidad del sistema, en definitiva, depende de que el buen gobierno esté relacionado con el coste de emitir las señales, es decir que a las empresas con mal gobierno les sea más costoso implantar las recomendaciones del informe Olivencia, para el caso español, que al resto. ¿Es éste el caso? ¿por qué las empresas no han implantado previamente un sistema de señales por iniciativa propia?

Otra solución es imponer algunas de estas «recomendaciones» a aquellas sociedades que coticen en bolsa. El problema es cuando estas recomendaciones tienen una serie de costes para la sociedad en cuestión, número de consejeros, externos *versus* internos etc. y no se tiene una valoración exacta de sus beneficios. Sin embargo existen recomendaciones sin coste alguno, por ejemplo información detallada y pormenorizada de los salarios

---

<sup>9</sup> Ver, por ejemplo, *El País* 14/07/2002.

de los máximos directivos, tal y cómo sucede en los países anglosajones.

Tampoco hay ninguna razón aparente para que dicha publicidad no se haga extensiva a otras personas, sobre todo aquellas que ocupan cargos de responsabilidad en las administraciones públicas o son cargos electos. De hecho la administración, a través de las declaraciones de renta, impuestos de sociedades, seguridad social, etc., dispone de toda esta información. Igual sea aventurarse en exceso, pero el estado actual de la teoría económica sobre el funcionamiento de las empresas, la formación de capital humano, etc. tiende a que el análisis económico centrado en entes un poco etéreos como son las empresas, se vaya trasladando, cada vez más, a un análisis de personas o grupos de personas con diferentes intereses en la empresa, *stakeholders*. Es de esperar que ello acabe trasladándose a las políticas económicas, y más concretamente a los temas vinculados con la defensa de la competencia. En este sentido, existe suficiente cuerpo teórico e instrumental analítico (Abowd et al, 1999) como ordenadores y paquetes estadísticos, para pasar de una política de defensa de la competencia reactiva (a través de denuncias) a una política proactiva identificando aquellos sectores o grupos de *stakeholders* que obtienen mayores rentas económicas (entendidas en el sentido de beneficios extraordinarios). Estos pasos serían fundamentales para incrementar la eficiencia y la justicia en la distribución de riqueza. Por ello, aunque no se quiera hacer pública dicha información, si que el acceso a ella a grupos de investigación permitiría al Estado avanzar en estos aspectos.

Las investigaciones realizadas también tienen implicaciones para el diseño de retribuciones, y en especial, para los comités de retribuciones de los consejos de administración. La teoría de agencia parece el marco más idóneo para analizar el diseño de estas políticas a la luz de las investigaciones empíricas disponibles. El menor uso e importancia en España de la retribución variable con respecto a EEUU, ha hecho aventurar la hipótesis de que dichos sistemas se van a extender en próximos años. Ello sugiere que actualmente las empresas españolas están desaprovechando oportunidades para incrementar su capacidad de generar riqueza, en definitiva que deben valorar la posibilidad de extender y ampliar dichos planes de remuneración.

La complejidad de medir las variables sobre las que se basa el modelo, sensibilidad de los resultados a variaciones del esfuerzo, coste del esfuerzo, aversión al riesgo, etc., impiden la aplicación de recetas directas cómo la de fijar porcentajes óptimos de forma universal. Es por ello que para evaluar dichas políticas sea quizás más interesante plantear algunas preguntas o reflexiones.

- i) La retribución variable es un mecanismo sustitutivo de la supervisión directa del esfuerzo. Es por ello que en cada empresa deben plantearse qué aspectos son los que no se supervisan directamente y sobre los cuales articular los sistemas de retribución. Olvidar algún aspecto importante implica que también lo olvide quién lo va a ejecutar.
- ii) Toda información adicional tiene valor. Es importante ordenar los po-

sibles indicadores del esfuerzo en función de su valor informativo y coste de generar, es decir beneficio económico, con la finalidad de incluirlos en el paquete retributivo.

- iii) La importancia de la retribución debe ponderar los incentivos al esfuerzo y el riesgo que asumen los directivos con este sistema. Ello implica que se deben valorar otros mecanismos alternativos a la remuneración variable (promociones, política de despidos etc.) para paliar dichos problemas de supervisión y los incentivos al esfuerzo que generan. Aunque el modelo prevé una adecuación casi particular a cada directivo es difícil justificar sistemas de incentivos diferentes para personas que desempeñan actividades muy similares en base a cuestiones tan difícilmente medibles como su coeficiente de aversión al riesgo o coste del esfuerzo. Por lo que básicamente es de esperar que dichos incentivos varíen en base a la sensibilidad de los indicadores al esfuerzo de los directivos y la precisión de dichos indicadores.

No cabe olvidar que el modelo de agencia se ha desarrollado sobre unos supuestos que en algunas ocasiones pueden no cumplirse, como por ejemplo que se conoce con certeza la relación entre esfuerzo y el indicador escogido. Dado que estos sistemas se basan en la confianza, y es difícilmente justificable por qué los resultados son excesivamente bajos/altos, ello podría explicar la implantación de límites a los valores máximos y mínimos de primas o bonos.

## 5. CONCLUSIONES

La teoría de la agencia es y ha sido uno de los marcos teóricos para explicar los mecanismos que procuran alinear los intereses de directivos y accionistas en un entorno de separación de propiedad y control, característico de las grandes sociedades anónimas. Según este marco, los accionistas delegan en los directivos la gestión de sus fondos. Estos directivos tienen objetivos diferentes a los accionistas, por lo que se hace necesario algún tipo de control de sus actuaciones. Debido a la atomización de los accionistas en muchas de las sociedades anónimas, este control interno debe ser efectuado por otras vías diferentes a la supervisión directa.

Este trabajo ha repasado la evidencia empírica disponible para el caso español de dos de los mecanismos de control interno de la empresa: los consejos de administración y la política retributiva. Son numerosos los trabajos realizados en diferentes países sobre la efectividad de estos mecanismos. La evidencia empírica existente muestra una relación entre determinados diseños tanto de contratos como de consejos, y los resultados de las empresas, aunque no de manera totalmente concluyente. Para el caso español, los trabajos empíricos realizados también apuntan hacia una efectividad de estos mecanismos, pero tampoco coinciden totalmente con los resultados obtenidos en entornos institucionales diferentes. Una de las dificultades para realizar estas comparaciones es la obtención de los datos necesarios. Efectivamente, obtener datos hasta un nivel de detalle satisfactorio implica unos costes enormes, debido

a la poca transparencia de la información pública sobre estos temas. A pesar de esto, se han realizado trabajos rigurosos y bien soportados por los datos.

Así pues, la conclusión final que podemos extraer de este trabajo es que la evi-

dencia empírica apunta a que las empresas españolas han sido sensibles a la implantación de mecanismos de control puesto que permiten la supervisión y disciplina de los gerentes de las empresas, lo cual ha conducido, en muchos casos, a la mejora de resultados.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ALBA A. y SAN SEGUNDO M.J. (1995): «The Returns to Education in Spain» *Economics of Education Review*. Vol. 14, n.º 2, págs. 155-166.
- ALFARO, J.A. y TRIBÓ, J.A. (2002): «Rotación de la figura del director general y consecuencias en la política laboral de la empresa. *Cuadernos de Economía y Dirección de Empresa*, 33, pp. 373-386.
- ÁLVAREZ, J.L., M.A. GALLO y J.E. RICART (1999a): «Governance Mechanisms for Effective Leader-Ship: The case of Spain». *Corporate Governance: An International Review*, vol. 7 n.º 3, pp. 266-287.
- ÁLVAREZ, J.L., M.A. GALLO y J.E. RICART (1999b): *Prácticas de gobierno en España*. Ed. IESE, Barcelona.
- ÁLVAREZ, M.D., y NEIRA, E.(1999): «Determinantes del nivel de retribución y del porcentaje de retribución variable de la alta dirección». *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*. Vol. 8, n.º 4, pp. 83-108.
- ÁLVAREZ, M.D., y NEIRA, E.(2000): «Control de la retribución del máximo responsable ejecutivo». *Estudios financieros. Revista de Trabajo y Seguridad Social, Recursos Humanos*. N.º 204, pp. 165-180.
- ÁLVAREZ, M.D., y NEIRA, E.(2001): «Nivel de riesgo en la retribución del máximo responsable ejecutivo». *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*. Vol. 7, n.º 1, pp. 71-86.
- ANDRÉS, P. DE, V. AZOFRA y F.J. LÓPEZ (1999): «Corporate boards in some OECD countries: size, composition, committee structures and effectiveness». Mimeo.
- ARAGÓN, J.A., HURTADO, N.E. y LLORENS, F.J. (1996): «El ajuste de las características de los directores generales a la situación de distintas dimensiones del entorno sectorial». *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*. Vol. 2, n.º 2, pp. 101-117.
- ARRUÑADA, B. (1998): *Teoría contractual de la empresa*. Ed. Marcial Pons. Madrid.
- AZORÍN, A. (1999): «Intensidad óptima de incentivos en los planes de remuneración del personal de ventas: un contraste empírico». *Información Comercial Española*. N.º 779, pp. 116-126.
- AZORÍN, A. y SELLERS, R. (1999): «Motivación de la fuerza de ventas industrial: el efecto de las características personales sobre la preferencia por las recompensas alternativas». *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*. Vol. 8, n.º 4, pp. 149-160.
- AZORÍN, A. y VARELA J.A. (1996): «Planes de compensación para la fuerza de ventas: un contraste empírico de un modelo de teoría de agencia». *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*. Vol. 5, n.º 2, pp. 137-148.
- BAKER, G; GIBBS, M, y HOLMSTRÖM, B (1994a): «The Internal Economics of the Firm: Evidence from Personnel Data». *The Quarterly Journal of Economics* 109: 881-919.
- BAKER, G; GIBBS, M, y HOLMSTRÖM, B (1994b): «The Wage Policy of a Firm». *The Quarterly Journal of Economics* 109: 921-955.
- BAKER, G; GIBBS, M, y HOLMSTRÖM, B (1993): «Hierarchies and Compensation. A case study». *European Economic Review* 37: 366-378.
- BARKEMA, H.G., y GOMEZ-MEJÍA, L.R. (1998): «Managerial compensation & firm performance: A general research framework». *Academy of Management Journal*, 41: 135-145.
- BAYO, A. y HUERTA E. (2002): «Organisational incentive plans in Spanish manufacturing industry», *Personnel Review*, vol 31, n.º 2, pp. 128-142.

- BAYO, A. y HUERTA E. (2002): «Production incentives: Empirical evidence for Spanish manufacturing industry», *British Journal of Industrial Relations*, 40, 4, pp. 709-724.
- BECKER, G. (1964): «Human Capital. A Theoretical and Empirical Analysis, with Special Reference to Education», N.B.E.R.
- BENGOECHEA, J. (1996): «El gobierno de empresas: características del debate actual». *Situación*, 3, pp. 69-109.
- BERNÉ, C., PEDRAJA, M. y RIVERA, P. (1997): «Sistemas de retribución en el departamento comercial: un análisis del caso español (1988-1995)». *Alta Dirección*, n. 195, 401-411.
- CADBURY, A. (1992): *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*.
- CÍRCULO DE EMPRESARIOS (1995): «Reflexiones sobre la reforma de los consejos de administración». Mimeo.
- DAILY, C.M. y D.R. DALTON (1994): «Corporate governance and the bankrupt firm: an empirical assessment». *Strategic Management Journal*, vol. 15, pp. 643-654.
- DE JORGE, J. (2000): «Análisis empírico de los mercados internos de trabajo: Distribución de salarios y estructura jerárquica de puestos». *Cuadernos de Economía y Dirección de Empresa*. n.º 6, pp. 269-283.
- DÍAZ, F.M. (1992): «Educación y promoción laboral en un mercado interno de trabajo del sector industrial». *Ekonomiaz*. n.º 22, pp. 248-267.
- EGUIDAZU, S. (1999): *Creación de valor y gobierno de la empresa en España*. Ed. AB asesores.
- FERNÁNDEZ, A.I. y S. GÓMEZ (1999): «El gobierno de la empresa: mecanismos alineadores y supervisores de las actuaciones directivas». *Revista española de financiación y contabilidad*, n.º 100, pp. 355-380.
- FERNÁNDEZ, A.I., S. GÓMEZ y C. FERNÁNDEZ (1998a): «El papel supervisor del consejo de administración sobre la actuación gerencial. Evidencia para el caso español», *Investigaciones Económicas*, vol. 22(3), 501-516.
- FERNÁNDEZ, A.I., S. GÓMEZ y C. FERNÁNDEZ (1998b): «The effect of Board Size and Composition on Corporate Governance», en Balling et al. (ed.): *Corporate Governance, Financial Markets and Global Convergence*. Kluwer Academic publishers.
- FERNÁNDEZ, C. (2000): «Gobierno corporativo y sustitución de directivos: estudio de la actuación disciplinaria del consejo de administración». Mimeo, XVI Jornadas de Economía Industrial.
- FRANKS, J., C. MAYER y L. RENNEBOOG (2001): «Who disciplines bad management in poorly performing companies?». *Journal of Financial Intermediation*, 10, pp. 209-248.
- GALVE, C. y V. SALAS (1996): «Ownership and Governance among Large Spanish Corporations». *ZfB*, 3.
- GARCÍA-TENORIO, J. y PÉREZ M.J. (1998): «Vinculaciones entre interrelaciones y sistemas de compensaciones: una aplicación empírica en el sector de la construcción». *Cuadernos de Economía y Dirección de Empresa*. n.º 1, pp. 105-130.
- GIBBONS, R. y WALDMAN, M. (1999): «A Theory of Wage and Promotion Dynamics inside Firms». *The Quarterly Journal of Economics*:1321-1358.
- GISPERT, C. (1998): «Board turnover and firm performance in Spanish companies». *Investigaciones Económicas*, vol. XXII (3), pp. 517-536.
- GUTIÉRREZ, I., F.J. LLORÉNS y A. ARAGÓN (2000): «Composición del consejo de administración, propiedad y endeudamiento. Relaciones de agencia entre banca e industria en España». *Revista española de financiación y contabilidad*, n.º 104, pp. 415-441.
- GUTIÉRREZ-URTIAGA, M. (2000a): «Managers and Directors: A Model of Strategic Information Transmission». CEMFI Working Paper n.º 0003.
- GUTIÉRREZ-URTIAGA, M. (2000b): «An Economic Analysis of Corporate Directors' Fiduciary Duties». CEMFI Working Paper n.º 0014.
- HERMALIN, B.E. y WEISBACH, M.S. (1988): «The determinants of board composition». *Rand Journal of Economics*, vol.19, n.º 4, winter, pp. 589-606.
- JENSEN M.C., y MECKLING, W. (1976): «Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure». *Journal of Financial Economics*, 3: 305-60.
- KAPLAN, S.N. y B.A. MINTON (1994): «Appointments of outsiders to Japanese boards. Determinants and implications for managers» *Journal of Financial Economics*, 36, pp. 225-258.
- LAZEAR, E. y ROSEN, S. (1981): «Rank-Order Tournaments as Optimum Labor Contracts». *Journal of Political Economy* 89: 841-864.
- LEECH, D. y M. MANJÓN (2002): «Corporate governance in Spain (with an Application of the Power Indices Approach)». *European Journal of Law and Economics*, 13, pp. 157-173.
- MELLE, M. (1998): «Fundamentos teóricos del gobierno de empresas. Una aplicación a las empresas españolas (1991-96)». *Fundación de las Cajas de Ahorro Confederadas*, n.º 145/1998.
- MILES, R. y SNOW, C.H. (1978): *Organizational Strategy, Structure and Processes*. New York: McGraw-Hill.

- MINCER, J. (1974): *Schooling, Experience and Earnings*. New York: Columbia University Press.
- MURPHY, K. (1999): «Executive Compensation» in Ashenfelter, O., Card, D eds., *Handbook of Labor Economics*. Vol. 3, North-Holland, Elsevier.
- PÉREZ, P. (1999): «La retribución en los contratos de alta dirección: Determinantes y contenido». *Estudios financieros. Revista de Trabajo y Seguridad Social, Recursos Humanos*. N.º 190, pp. 175-235.
- OLIVENCIA ET AL. (1998): «El gobierno de las sociedades». *Información Comercial Española*, n.º 769, march, pp. 113-142.
- ORTÍN P. (1997): «El Tamaño de la empresa y la remuneración de los máximos directivos. Evidencia empírica para el caso español años 1990-1992». *Revista de Economía Aplicada*. Vol. 13, n.º 5. Primavera, pp. 109-126.
- ORTÍN P. (1998): «El proceso de acumulación de capacidades directivas: Evidencia empírica a partir de una muestra de directivos españoles». *Cuadernos de Economía y Dirección de Empresa*, 2, 253-274.
- ORTÍN P. y SALAS V. (2002): «Compensation and Span of Control in Hierarchical Organizations». *Journal of Labor Economics*, vol. 20, n.º 4, pp. 848-876.
- ORTÍN P. y SALAS V. (1998): «Agency Theory and Internal Labor Markets Explanations of Bonus Payments. Empirical Evidence from Spanish Firms». *Journal of Economics and Management Strategy*. Vol. 7 n.º 4, 573-613.
- ORTÍN P. y SALAS V. (1997): «The compensation of Spanish executives: A test of a managerial talent allocation model». *International Journal of Industrial Organization*. Vol. 15, n.º 4, pp. 511-532.
- PEÑA SÁNCHEZ DE RIVERA, D. (1978): «Modelos explicativos de las diferencias salariales de los directivos españoles», *Economía Industrial*, marzo, pp. 51-61.
- RODRÍGUEZ J.M., VERA J. y MORENO G. (1995): «La discriminación salarial de la mujer en el mercado de trabajo español». *Estudios sobre el funcionamiento del mercado de trabajo español*. Ed. por Dolado, J.J. y Jimeno J.F., FEDEA.
- ROMERO M.G. y VALLE R. (2001a): «La retribución de los directivos españoles: marcos teóricos y evidencia empírica» *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*. Vol. 10, n.º 1, pp. 99-118.
- ROMERO M.G. y VALLE R. (2001b): «Strategy and managers' compensation: the Spanish case» *International Journal of Human Resource Management*. Vol. 12, n.º 2, pp. 218-242.
- ROSEN, S. (1992): *Contracts & the market for executives*. In *Contract Economics*, edited by Lars Werin & Hans Wijkander, Basil Blackwell Ltd., 181-211.
- SALAS, V. (1999): *El gobierno de la empresa*. Document d'Economia Industrial n.º 11. Centre d'Economia Industrial.
- SAN SEBASTIÁN, F. (1996): *El gobierno de las sociedades cotizadas y su control*. Centro de Documentación Bancaria y Bursátil. Madrid.
- SÁNCHEZ, G. y ARAGÓN A. (2002): «Retribución del directivo, factores contextuales y resultado de la empresa: Evidencia empírica en el sector químico-farmacéutico». *Cuadernos de Economía y Dirección de Empresa*. Aceptado para su publicación.
- SÁNCHEZ, G. y ARAGÓN A. (2003): «Top managers' compensation, strategic orientations, and firm performance: empirical evidence from Spanish Firms». *Management Review*, 12, pp. 315-356.
- SANZ R., SABATER R. y ARAGÓN A. (1999): «Human resource management and business strategy links: an empirical study» *International Journal of Human Resource Management*. Vol. 10, n.º 4, pp. 655-671.
- SCHULER, R. y JACKSON, S. (1987): «Linking Competitive Strategies with Human Resources Management Practices», *The Academy of Management Executive*, 1(3): 207-19.
- SHAPIRO, C. y STIGLITZ, J. (1984): «Equilibrium employment as a worker discipline device». *American Economic Review*, 74: 433-444.
- VARELA, J.A. (1991) *Los agentes de ventas*, Barcelona: Ariel Economía.