

Análisis de las retribuciones del Consejo y la Alta Dirección en las empresas cotizadas españolas durante el período 2005-2010

LAURA VIVAS
JOSEP GARCÍA BLANDÓN
MÓNICA MARTÍNEZ
CRISTINA PUJOL MASDEU
IQS School of Management, Universitat Ramon Llull

Fecha recepción: 14/07/2013
Fecha aceptación: 20/10/2013

RESUMEN

La crisis económica actual ha llevado al primer plano de la actualidad las retribuciones de los altos directivos de empresa. La coexistencia de empresas rescatadas con fondos públicos, accionistas que han perdido buena parte de su patrimonio y simultáneamente directivos retirados en condiciones privilegiadas, ha generado un importante malestar social. En este trabajo se ha realizado un estudio de las retribuciones del Consejo de Administración y la Alta Dirección en la empresa cotizada española durante el período 2005-2010, con el doble objetivo de mostrar su evolución y la relación con indicadores de desempeño. Los resultados muestran, en primer lugar, que las retribuciones de las cúpulas directivas han aumentado a lo largo del período de estudio, incluso durante los años de fuerte crisis económica. También se constata la inexistencia de una relación significativa entre retribuciones y desempeño por parte de directivos y consejeros empresariales.

PALABRAS CLAVE

Retribución variable, Consejo Administración, Alta Dirección, desempeño.

ABSTRACT

Top managers' remunerations is one of the most debated issues in recent times due to the economic crisis. The coexistence of rescued firms (by the government) and shareholders that have lost an important part of their wealth with managers who have retired under privileged conditions has generated unrest. This paper provides a study of the Board and Top Management retributions in the Spanish listed companies for the period 2005-2010. The objective is twofold: on the one hand to describe the evolution of the retributions and on the second, to provide evidence of its relationship with performance indicators. Results show, in the first place, that the retributions have increased in the period analysed, even in the years of strong financial crisis. Second, there is no significant relationship between retributions and performance.

KEYWORDS

Variable remuneration, Board of directors, Top managers, performance.

1. Introducción

Durante la última década, la retribución de directivos y miembros de consejos de administración ha despertado un interés creciente, tanto nivel general como en el ámbito académico. Esta situación se ha visto favorecida por el elevado número de escándalos relacionados con los privilegios de los que disfrutaban algunos altos directivos y consejeros de las grandes empresas, como por ejemplo: indemnizaciones estratosféricas o *golden parachutes*, sueldos millonarios, planes de incentivos, etc. La coexistencia de situaciones de este tipo con la severa crisis económica actual ha suscitado la desconfianza de la sociedad respecto del correcto funcionamiento de los mecanismos de control en las grandes empresas.

En 2002, Alan Greenspan, el entonces presidente de la Reserva Fe-

deral estadounidense, criticó los sueldos de los altos directivos, cuando afirmó: «Considero que mucho de lo que se les está pagando a los altos directivos no va dirigido a crear valor para los accionistas, que son los que están pagando la factura»². Según Bloomberg Markets, Citigroup, el mayor banco de los Estados Unidos por activos, encabeza el ranking de directivos mejor pagados y es también la entidad con menor creación de valor. Su CEO obtuvo una retribución de 6,7 millones de dólares mientras que la cotización de las acciones en el periodo 2009-2011 cayó un 60,66%³. En España este tema ha tenido particular repercusión en el sector financiero. Mientras que el salario medio español es un 20% inferior a la media europea⁴, si se analiza el salario de los altos directivos de la banca española, los españoles son los terceros con mayor retribución, sólo detrás de suizos y británicos⁵. Los casos más sorprendentes se encuentran en las cajas de ahorro. Como consecuencia de la crisis actual, estas entidades necesitaron una reestructuración y posterior recapitalización. Parte de esta recapitalización ha sido financiada con cargo a los presupuestos públicos a través del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB). Tras los procesos de fusión y nacionalización que inició el Banco de España, se destaparon numerosos escándalos relacionados con la remuneración de las cúpulas directivas, entre los que destaca Bankia, Caja de Ahorros del Mediterráneo (CAM), Nova Caixa Galicia y Caixa Penedès. Durante los años de crecimiento económico, las retribuciones de las cúpulas directivas no suscitaron demasiado interés, en parte debido a la escasa información existente. Sin embargo, la salida a la luz de estos datos durante la crisis actual es la que ha puesto el punto de mira en la actuación y retribución del Consejo de Administración y de la Alta Dirección. La cuestión principal que se plantea es si las retribuciones de consejeros y altos directivos están realmente justificadas por la aportación que éstos realizan a la empresa.

La remuneración, no sólo es una mera compensación por el trabajo desempeñado sino que además es un mecanismo que permite a las empresas, por un lado retener a gestores cualificados, y por otro, generar incentivos adecuados para que sus comportamientos sean acordes con los intereses de los accionistas [Arrondo *et al.*, 2008]. Por lo tanto, la retribución puede minimizar los problemas entre el agente y el principal apuntados

2. Alan Greenspan, testimonio ante el Comité del Senado sobre Banca. 16 de julio de 2002.

3. Noticia publicada por Bloomberg, el 25 de diciembre de 2012.

4. Noticia publicada por Cinco Días, en su edición del 18 de enero de 2010.

5. Guillermo Moratinos. Publicado por El Confidencial, en su edición de 29 de noviembre de 2011.

por Berle y Means (1932) y formalizados posteriormente por Jensen y Meckling (1976). Esta teoría económica, denominada teoría de la agencia, se aplica a situaciones en las que se manifiestan asimetrías de información entre el principal (accionista) y el agente (directivos). El principal quiere inducir al agente a hacer lo mejor para crear valor para la empresa. Sin embargo, a veces resulta muy difícil para el principal observar las acciones que lleva a cabo el agente propiciando la existencia de los conflictos de agencia.

La asimetría de información favoreció la proliferación de escándalos corporativos. En respuesta a estos escándalos, algunos Gobiernos decidieron intervenir promulgando leyes para garantizar el buen gobierno corporativo. En el año 2002, Estados Unidos aprobó la Ley Sarbanes-Oxley dirigida a empresas cotizadas en bolsa y cuya finalidad era evitar fraudes y disminuir el riesgo de bancarrota, protegiendo al inversor. Con el mismo objetivo se aprobó en España la Ley Financiera también en el año 2002 así como normativas similares en otros países occidentales. Posteriormente, en el año 2006 España aprobó el Código Unificado de Buen Gobierno, conocido también como Código Conthe, por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). Éste obliga a las sociedades españolas cotizadas a consignar en su Informe Anual de Gobierno Corporativo, el grado de seguimiento de cincuenta y ocho recomendaciones, incluyendo algunas relativas a las retribuciones. La legislación española deja a la libre autonomía de cada sociedad la decisión de seguir o no las recomendaciones de gobierno corporativo, pero les exige que, cuando no lo hagan, revelen los motivos que justifican su proceder, al objeto de que accionistas, inversores y mercados en general puedan juzgarlo [CNMV, 2006]. Los Gobiernos de algunos países han ido más allá de las simples obligaciones de transparencia establecidas por los códigos de buen gobierno, proponiendo medidas tendentes a frenar los salarios abusivos de los altos ejecutivos.

La retribución de la Alta Dirección y el Consejo de Administración ha despertado también el interés de la comunidad científica. Diversos autores han analizado las retribuciones, si bien la mayoría de trabajos investiga el caso de los Estados Unidos. Los estudios más relevantes analizan la relación entre la remuneración del CEO y rentabilidad de la empresa [entre otros, Coughlan y Schmidt, 1985; Murphy, 1985; Jensen y Murphy, 1990; Abowd, 1990; Leonard, 1990; Hall y Liebman, 1997; Tosi *et al.*, 2000; Murphy y Zabochnik, 2004]. Otros trabajos han examinado si los CEOs fueron destituidos debido a malos resultados de las propias compañías [Weisbach, 1988; Warner, Watts y Wruck, 1988].

Para el caso concreto de España, la literatura ha relacionado la retribución de los directivos con la estructura y características del Consejo de Administración [Sanchez y Lucas, 2008; Mazaneque *et al.*, 2010], con factores económicos y políticos [Lucas, 2009], y ha cuestionado la eficacia de la vinculación de la retribución a indicadores financieros [Gómez-Mejía, 2007]. Respecto a la retribución de los consejeros, Arrondo *et al.* (2009) cuestionan las remuneraciones variables, principales causantes de los grandes incrementos en las retribuciones.

Como se ha podido observar, existen numerosos estudios que analizan la retribución desde diferentes perspectivas. Los estudios empíricos utilizan como factores explicativos de la retribución variables como el tamaño de la empresa, indicadores económicos, la competencia, la creación de valor, etc. Esta disparidad, tanto en cuestiones abordadas como en variables utilizadas, hace que los resultados obtenidos por estos trabajos no resulten en muchos casos comparables, dificultando así el consenso.

Este trabajo analiza la retribución de la Alta Dirección y el Consejo de Administración de las empresas cotizadas españolas en el período 2005-2010. Se pretende, en primer lugar, ofrecer una visión panorámica de la situación actual y su evolución reciente, particularmente durante la crisis financiera, así como mostrar la influencia de factores como el sector de actividad de la compañía o el tamaño de la empresa en la retribución. Se quiere también contrastar si estas retribuciones están o no justificadas por la contribución que altos directivos y consejeros realizan a la empresa, así como identificar aquellas empresas que se han apartado en mayor medida del comportamiento promedio de su sector.

Este trabajo se estructura como sigue. En el siguiente apartado se presenta la metodología de análisis. A continuación se discuten los resultados obtenidos y finalmente se plantean las principales conclusiones y las implicaciones que de ellas se derivan.

2. Metodología

El estudio se basa en los datos de retribución de directivos y Consejos de Administración de las empresas que constituyen el mercado continuo español, durante el período 2005-2010. La información relativa a retribuciones se ha obtenido de los informes de gobierno corporativo que anualmente publica la CNMV. La información específica sobre resultados se ha obtenido de Thomson Reuters Knowledge. Finalmente, los datos relativos a la creación de valor se han obtenido de los estudios de Fernández y Cara-

bías (2006, 2007), Fernández y Bermejo (2009) y Fernández y del Campo (2009). Fernández y Carabías (2007: 2), definen la creación de valor en un período como *la capitalización al principio del período multiplicada por la diferencia entre la rentabilidad para los accionistas y la rentabilidad exigida*. Por consiguiente, existe creación de valor para los accionistas en un período cuando la rentabilidad para los accionistas es superior a la rentabilidad exigida.

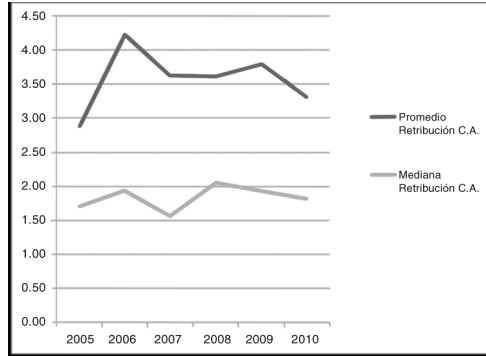
3. Resultados

De acuerdo con los objetivos planteados en la introducción, este apartado se ha estructurado en dos sub-aptados. En primer lugar, se analiza la evolución de las retribuciones durante el período de estudio, en función del tamaño de la empresa, sector de actividad, y momento del ciclo económico, centrandó la atención en aquellas empresas que muestran un comportamiento más alejado de sus pares. A continuación, se realiza un análisis de la relación entre retribuciones y variables indicativas del desempeño del Consejo y la Alta Dirección.

3.1. Evolución temporal del período de análisis

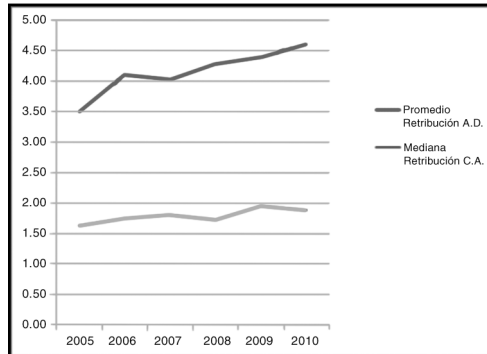
Los gráficos 1a y 1b muestran la evolución de la retribución media y mediana, en millones de euros, del Consejo y la Alta Dirección respectivamente, durante el período de estudio. Como puede observarse las remuneraciones son mucho mayores en promedio que en mediana, lo que indicaría que unas pocas empresas remuneran a sus cúpulas directivas muy por encima de la media. Por otro lado, el gráfico 1a muestra como la retribución del Consejo ha sido algo volátil en el período de estudio, pero con una clara tendencia negativa durante los años de crisis, tanto en promedio como en mediana. Sin embargo, la evolución de las retribuciones a la Alta Dirección, gráfico 1b, ha experimentado una tendencia creciente a lo largo de los seis años de estudio, siendo más pronunciado el aumento de retribuciones en promedio que en mediana. Así, podemos concluir que mientras los consejeros de las empresas del mercado continuo han rebajado sus remuneraciones en los años de crisis económica, no ha sucedido lo mismo con las remuneraciones de la Alta Dirección, que han aumentado paulatinamente a lo largo de todo el período de estudio.

Gráfico 1a: Evolución (media y mediana) de la retribución del Consejo de Administración en millones de euros



(Escala en millones de euros)

Gráfico 1b: Evolución (media y mediana) de retribución de la Alta Dirección en millones de euros

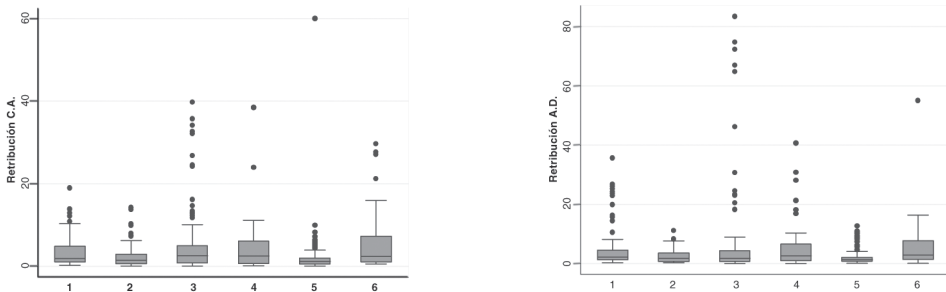


(Escala en millones de euros)

Los gráficos 2a y 2b son diagramas de cajas que muestran la retribución por sectores del Consejo y Alta Dirección, respectivamente. El interés de estos gráficos reside, en primer lugar, en comparar el tamaño de la caja entre sectores. Estas cajas recogen el 50% de las empresas, por lo que cuanto mayor es el tamaño de la caja mayor dispersión retributiva existe en las empresas del sector. En segundo lugar, los gráficos muestran también aquellas empresas que se apartan en mayor medida del comportamiento medio del sector. Como se puede observar el sector con menor dispersión en sus remuneracio-

nes, tanto del Consejo como de la Alta Dirección, es el sector de Servicios de Consumo. Sin embargo, cabe destacar, que este sector tiene un punto muy atípico en la remuneración del Consejo, como es la compañía Inditex, que remunera a su Consejo muy por encima de la mediana de su sector, aunque no sucede lo mismo en relación a la remuneración de la Alta Dirección. Por el contrario los sectores de Tecnología y Telecomunicación y Petróleo y Energías son los que presentan mayor heterogeneidad en las retribuciones. En el primero, destaca la compañía Amadeus como punto atípico en la remuneración de directivos, mientras que en el segundo Endesa e Iberdrola en relación con la retribución al Consejo y Endesa respecto a la de la Alta Dirección. El sector Servicios Financieros e Inmobiliarios destaca, además de por su disparidad en remuneraciones, por el elevado número de puntos atípicos existentes. Como podía esperarse, Banco Santander y BBVA son las entidades que se apartan en mayor medida de la retribución promedio del sector tanto del Consejo como de la Alta Dirección. Por último, el sector Materiales Básicos, Industria y Construcción se encuentra en una situación intermedia en términos de heterogeneidad, si bien cuenta con un punto atípico destacable tanto en la remuneración al Consejo, la empresa Ferrovial, como en la remuneración a la Alta Dirección, la empresa ACS.

Gráfico 2: Retribución del Consejo y la Alta Dirección por sectores

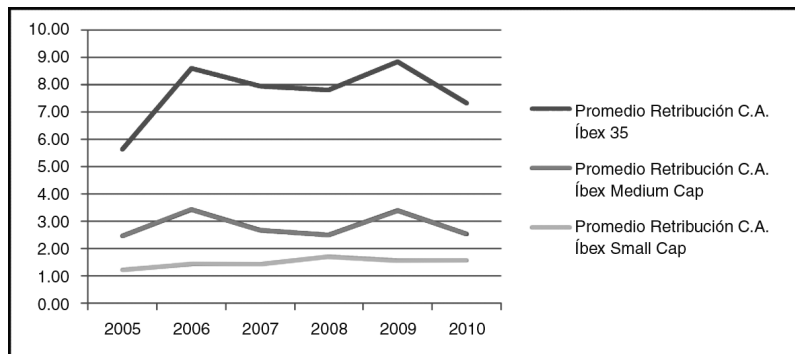


- 1 Materiales básicos, industria y construcción
- 2 Servicios de consumo
- 3 Servicios Financieros e inmobiliarios
- 4 Petróleo y energías
- 5 Bienes de consumo
- 6 Tecnología y telecomunicación

(Escala en millones de euros)

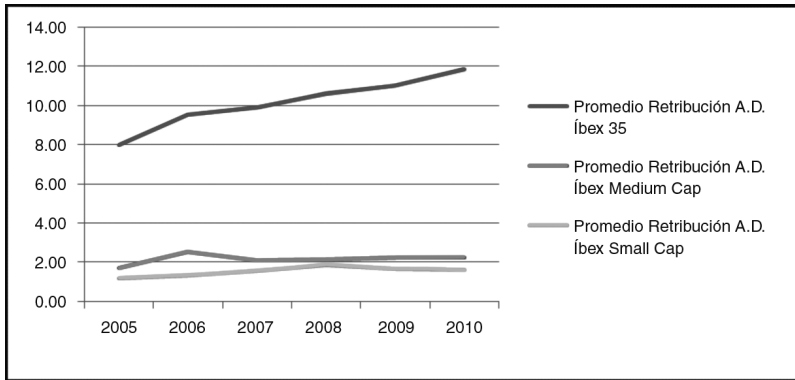
Los gráficos 3a y 3b muestran la evolución de las retribuciones del Consejo y la Alta Dirección en función del tamaño de la empresa. A simple vista puede observarse que el tamaño influye directamente sobre las retribuciones, siendo las empresas del Ibex 35 las que en mayor medida retribuyen al Consejo y la Alta Dirección, seguidas de las empresas del Ibex Medium Cap, siendo las empresas más pequeñas, las pertenecientes al Ibex Small Cap, las que remuneran en menor medida. Se ha de tener en cuenta, sin embargo, que las empresas de mayor tamaño, suelen tener también un mayor número de consejeros y altos directivos, por lo que la mayor retribución total no significa necesariamente una mayor retribución individual por consejero o directivo. De la observación conjunta de ambos gráficos, podemos extraer algunas conclusiones. Las retribuciones tanto de la Alta Dirección como del Consejo son relativamente parecidas para las empresas medianas y pequeñas, en relación con las grandes empresas. Por otro lado, mientras que la evolución de la retribución de la Alta Dirección en las empresas medianas es similar a la de las empresas pequeñas, en el caso del Consejo resulta similar a la de las grandes. Destaca también, que mientras que en el año 2010 la retribución del Consejo disminuye de manera importante para las empresas grandes y medianas, la retribución de la Alta Dirección sigue aumentando de forma clara en las grandes empresas y se mantiene en las medianas. Por último, también destacar que para el conjunto del período analizado, que incluye tres años de crecimiento económico y tres años de crisis, la retribución de la Alta Dirección de las grandes empresas ha aumentado aproximadamente en el 50%, mientras que la del Consejo para esas mismas empresas lo ha hecho de forma mucho más moderada.

Gráfico 3a: Evolución de la retribución del Consejo de Administración por tamaño de empresa



(Escala en millones de euros)

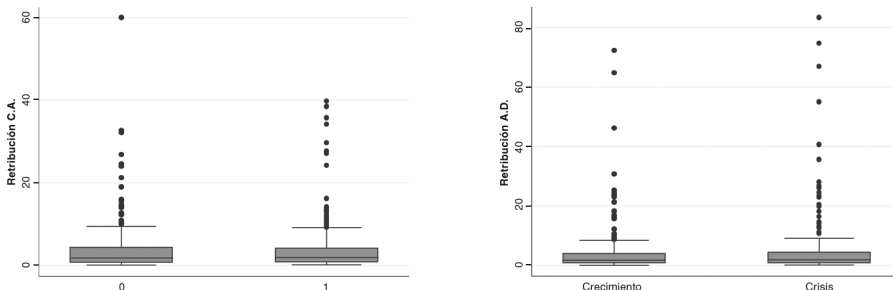
Gráfico 3b: Evolución de la retribución de la Alta Dirección por tamaño de empresa



(Escala en millones de euros)

Los gráficos 4a y 4b son diagramas de cajas que muestran las retribuciones del Consejo y de la Alta Dirección respectivamente, en años de crecimiento y en años de crisis. De la observación conjunta de ambos gráficos, se concluye en primer lugar, que las retribuciones, tanto de consejeros como de altos directivos, no se han visto prácticamente afectadas por la crisis económica actual, puesto que ambos gráficos presentan situaciones muy similares antes y durante la crisis. Tanto el tamaño de las cajas como los bigotes se mantienen sin cambios importantes en los dos subperíodos. Por último la presencia de observaciones atípicas tampoco muestra cambios importantes en ninguno de los dos gráficos.

Gráfico 4: Efecto de la crisis económica en las retribuciones del Consejo y la Alta Dirección.



(Escala en millones de euros)

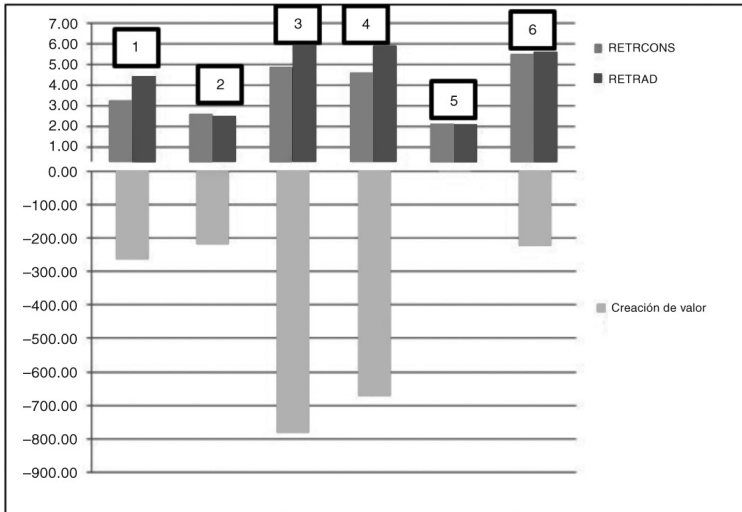
3.2. Relación entre retribuciones y desempeño

El objetivo principal de este apartado es analizar si las retribuciones están justificadas en relación con la aportación a la empresa de consejeros y directivos. Se utilizan dos indicadores de desempeño: la Rentabilidad sobre Activos (ROA), el valor creado para el accionista, y el valor creado por el accionista ponderado por activos. El primero se define como el Beneficio antes de Intereses e Impuestos dividido entre el activo de la empresa, mientras que el segundo indicador se ha obtenido de Fernández y Carabías (2006, 2007), Fernández y Bermejo (2009) y Fernández y del Campo (2009).

El gráfico 5 compara sectorialmente las retribuciones de las cúpulas empresariales contra la variable creación de valor. El gráfico 6 consta de dos escalas. La de la izquierda hace referencia a las retribuciones, tanto del Consejo como de la Alta Dirección, en millones de euros, mientras que la escala de la derecha muestra los indicadores de desempeño, ya sea la creación de valor o la ROA. La tabla 1 muestra la variación de retribuciones y creación de valor para el conjunto del período por tamaño de empresa. Por último, la tabla 2 muestra las correlaciones de las variables estudiadas.

En el gráfico 5 la variable creación de valor se presenta sin ponderar por los activos de la empresa. Este hecho, si bien dificulta su interpretación como indicador de desempeño, permite comparar en la misma magnitud, millones de euros, la creación de valor generada con las retribuciones percibidas. De este modo se puede observar claramente que en el período analizado, ningún sector ha creado valor para el accionista de forma significativa, sino todo lo contrario. Así bien, la primera conclusión del gráfico 5 es que los sectores con mayor destrucción de valor, Servicios Financieros e Inmobiliarios y Petróleo y Energías, son aquéllos con las retribuciones más elevadas.

Gráfico 5: Comparativa por sector de las retribuciones medias al Consejo de Administración y a la Alta Dirección contra la creación de valor.



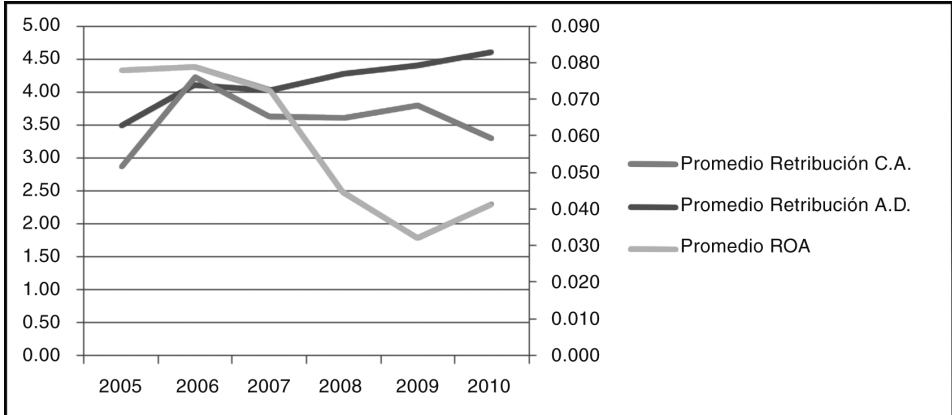
- 1 Materiales básicos, industria y construcción
- 2 Servicios de consumo
- 3 Servicios financieros e inmobiliarios
- 4 Petróleo y energías
- 5 Bienes de consumo
- 6 Tecnología y telecomunicación

(Escala en millones de euros)

También es destacable, que el sector con mejor comportamiento en creación de valor, el de Bienes de Consumo, es el que menores remuneraciones ofrece. La observación del gráfico sugeriría que las retribuciones no están relacionadas positivamente con el valor creado para el accionista, sino más bien lo contrario.

El gráfico 6 muestra la evolución de las retribuciones en comparación con el indicador de desempeño ROA, para el conjunto de la muestra. Como puede observarse mientras la ROA sufre una destacada caída hasta 2009 donde repunta ligeramente, las retribuciones a la Alta Dirección se mantienen claramente en ascenso, mientras que las del Consejo se mantienen prácticamente constantes. Esto indicaría que mientras que la rentabilidad empresarial ha llegado a caer por encima del 50%, los altos directivos han seguido disfrutando de considerables aumentos retributivos.

Gráfico 6: Evolución de las retribuciones al Consejo de Administración y a la Alta Dirección en comparación con la ROA.



(Escala de la izquierda: remuneraciones en millones de euros; Escala de la derecha: indicador de desempeño ROA)

El objetivo de la tabla I es mostrar la relación entre retribuciones y creación de valor, teniendo en cuenta el tamaño de la empresa. La creación de valor se ha medido tanto en valor absoluto como ponderado por los activos de la empresa. Como puede observarse las empresas de mayor capitalización bursátil, las pertenecientes al Ibex 35, son aquellas donde las retribuciones tanto del Consejo como de la Alta Dirección han sufrido un aumento más significativo. Son también esas empresas las que han destruido valor en mayor medida. Sin embargo, al ponderar la creación de valor por los activos de la empresa, son las empresas del IBEX 35 las más eficientes, al ser las que menos valor destruyen. Según ese mismo indicador, las empresas menos eficientes habrían sido las del IBEX Small Cap. A pesar de ello, las retribuciones dentro de esta categoría han aumentado muy significativamente, claramente por encima de las de las empresas del IBEX Medium Cap.

Tabla I: Variación porcentual de las retribuciones e indicadores de creación de valor en el período 2005-2010, por tamaño de empresa.

	Variación porcentual retribución C.A.	Variación porcentual retribución A.D.	Promedio Creación de valor (2005-2010) millones de euros	Promedio Creación de valor/Activos (2005-2010)
IBEX 35	30%	48%	-634,60	-0,00760
IBEX Medium Cap	2%	30%	-111,60	-0,10830
IBEX Small Cap	27%	36%	-141,88	-0,21750

La tabla II muestra los coeficientes de correlación de Pearson junto a sus niveles de significación estadística para las variables de retribución y de desempeño utilizadas en el estudio. En primer lugar se ha analizado el conjunto del período (panel A) y a continuación el subperíodo 2005-2007 (panel B), con el objetivo de eliminar las distorsiones derivadas de la crisis económica. A partir de la tabla se pueden extraer algunas conclusiones. En primer lugar, una correlación positiva y significativa entre la retribución del Consejo y de la Alta Dirección. Cabe señalar también que para el conjunto del período, existe en ambas retribuciones una correlación negativa con la creación de valor y positiva con el BAIT, en ambos casos estadísticamente significativas al 1%. Este comportamiento opuesto puede explicarse mejor si observamos que en el período 2005-2007 se mantiene la correlación positiva con el BAIT y ahora también es positivo el signo de la correlación con la creación de valor. Es decir, la relación negativa entre retribuciones y creación de valor se explica por la crisis económica. La conclusión más interesante sería, sin embargo, que no existe correlación significativa entre retribuciones y ninguno de los dos indicadores de desempeño utilizados: ROA y creación de valor ponderada por activos. A diferencia del resultado anterior, este hecho no es imputable a la crisis económica, puesto que si se observa el panel B, la conclusión de no existencia de relación significativa entre retribuciones y desempeño se mantiene.

Tabla II: Correlación entre retribuciones e indicadores de desempeño.

Panel A		
2005-2010	Retribución Consejo Administración	Retribución Alta Dirección
Retribución Consejo Administración	1,000	
	0,7350	1,0000
Retribución Alta Dirección	***	
	-0,1185	-0,1312
Creación de valor	***	***
	0,7201	0,6552
BAIT	***	***
	0,0463	0,0397
Creación de valor/Activos		
	0,0590	-0,0014
ROA		
Panel B		
2005-2007	Retribución Consejo Administración	Retribución Alta Dirección
Retribución Consejo Administración	1,0000	
	0,6847	1,0000
Retribución Alta Dirección	***	
	0,3886	0,3348
Creación de valor	***	***
	0,5962	0,6588
BAIT	***	***
	-0,0161	-0,0156
Creación de valor/Activos		
	0,0276	-0,0488
ROA		

* Significación estadística al 10%

** Significación estadística al 5%

*** Significación estadística al 1%

4. Conclusiones

La actual crisis económica ha llevado al primer plano de la actualidad las retribuciones de los altos directivos de empresa. La coexistencia de empresas rescatadas con fondos públicos, accionistas que han perdido buena parte de su patrimonio y simultáneamente directivos retirados en condiciones privilegiadas, ha generado un importante malestar social. En este trabajo se ha realizado un estudio de las retribuciones del Consejo de Administración y la Alta Dirección en la empresa cotizada española durante el período 2005-2010, con el doble objetivo de mostrar su evolución y la relación con indicadores de desempeño.

Los resultados de este estudio permiten extraer algunas conclusiones. En primer lugar, que las retribuciones de las cúpulas directivas han aumentado a lo largo del período de estudio, incluso durante los años de fuerte crisis económica. Si bien el aumento ha sido superior en las retribuciones de la Alta Dirección que en las del Consejo de Administración. En segundo lugar, se observa que mientras que sectores como el de Servicios de Consumo se caracterizan por un comportamiento muy homogéneo en relación con las retribuciones, otros sectores, como Petróleo y Energías y Tecnología y Comunicación presentan una elevada heterogeneidad.

Las retribuciones constituyen un mecanismo que permite a las empresas retener a gestores cualificados y generar incentivos adecuados para que los comportamientos de estos gestores sean acordes con los intereses de los accionistas. Se esperaría, en consecuencia, una relación positiva entre retribuciones e indicadores de desempeño. Nuestro principal resultado en este punto es la no existencia de una relación significativa entre retribuciones y desempeño. Este resultado se mantiene para los dos indicadores de desempeño utilizados, y no obedece a las distorsiones que ha podido generar en los indicadores de desempeño la severa crisis económica actual.

Sería conveniente seguir profundizando en el estudio de la relación existente entre retribuciones y desempeño con metodologías más robustas, como por ejemplo el análisis de regresión. En caso de mantenerse los resultados apuntados por este trabajo, convendría proponer mecanismos que favorecieran el rol de las retribuciones como generadoras de incentivos para el adecuado comportamiento de los gestores empresariales.

Referencias bibliográficas

- ABOWD, J. (1990) «Does Performance-Based Managerial Compensation Affect Corporate Performance?» *Industrial and Labor Relations Review*, 43 (3).52-73.
- ARRONDO, R. G., MÉNDEZ, C. F., y RODRÍGUEZ, E. F. (2008) «Influencia de la estructura de gobierno corporativo sobre la remuneración de los consejeros en el mercado español» *Información Comercial Española, ICE: Revista de economía*, 844.187-203.
- BERLE, A. y MEANS, G. (1932) *MacMillan* «The Modern Corporation and Private Property» New York.
- CNMV (2006) «Informe de Gobierno Corporativo de las Entidades Emisoras de Valores Admitidos a Negociación en Mercados Secundarios Oficiales del Ejercicio 2006».
- COUGHLAN, A. y SCHMIDT, R. (1985) «Executive Compensation, Management Turnover, and Firm Performance: An Empirical Investigation» *Journal of Accounting and Economics*, 7 (1-3).43-66.
- FERNÁNDEZ, C., y ARRONDO, R. (2009) «La Retribución de los Consejeros en las Empresas Cotizadas» *Boletín Económico del ICE*, 2961. 35-43.
- FERNÁNDEZ, P. (2006) «Rentabilidad y Creación de Valor de las Empresas Españolas en 2007 (y en el período 1993-2005)» *Working paper, D/617*.
- FERNÁNDEZ, P. (2007) «Rentabilidad y Creación de Valor de las Empresas Españolas en 2006 (y en el período 1993-2006)» *Working paper, D/676*.
- FERNÁNDEZ, P. (2008) «Rentabilidad y Creación de Valor de las Empresas Españolas en 2007 (y en el período 1993-2007)» *Working paper, D/732*.
- FERNÁNDEZ, P. (2009) «Rentabilidad y Creación de Valor de 136 Empresas Españolas en 2008» *Working paper, D/787*.
- FERNÁNDEZ, P. (2009) «Rentabilidad y Creación de Valor de 125 Empresas Españolas en 2009» *Working paper, D/841*.
- FERNÁNDEZ, P. (2010) «Rentabilidad y Creación de Valor de 125 Empresas Españolas en 2010» *Working paper, D/892*.
- GÓMEZ-MEJÍA, L. y SÁNCHEZ, G. (2006) *Prentice-Hall* «La Retribución y los Resultados de la Organización: Investigación y Práctica Empresarial» Madrid.
- JENSEN, M. y MECKLING W. (1976) «Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure» *Journal of Financial Economic*, 3 (4).305-360.

- JENSEN, M. y MURPHY, K. (1990) «Performance Pay and Top-Management Incentives» *The Journal of Political Economy*, 98.225-264.
- HALL, B. y LIEBMAN, J. (1997) «Are CEOs Really Paid Like Bureaucrats?» *The Quarterly Journal of Economics*, 113(9).653-691.
- LEONARD, J. (1990). «Executive Pay and Firm Performance» *Industrial and Labor Relations Review*, 43 (3).13-29.
- LUCAS, M. (2009) «Retribución de la Alta Dirección y Gobierno Corporativo» *Universidad de Murcia*.
- MANZANEQUE, M., MERINO, E. y BANEGAS, R. (2011) «Compensation levels of executive personnel in Spain: influence of the characteristics of the board of directors and of concentration of shareholdings» *Innovar*, 21(40).107-126.
- MURPHY, K. (1985) «Corporate Performance and Managerial Remuneration: An Empirical Analysis» *Journal of Accounting and Economics*, 7.11-42.
- MURPHY, K. y ZABOJNIK, J. (2004) CEO Pay and Appointments: a Market-based Explanation for Recent Trends, *The American Economic Review*, vol. 94, pp. 192-196.
- SÁNCHEZ, G. y LUCAS, M. (2008) «El Nivel Retributivo de los Altos Directivos en las Empresas Cotizadas Españolas» *Boletín Económico del ICE*, 2938.37-51.
- TOSI, H. y GÓMEZ-MEJÍA, L. (1994) «CEO Compensation Monitoring and Firm Performance» *Academy of Management Journal*, 37.1002-1016.
- WARNER, J., WATTS, R. y WRUCK, K. (1988) «Stock Prices and Top Management Changes» *Journal of Financial Economics*, 20.461-92.
- WEISBACH, M. (1988) «Outside Directors and CEO Turnover» *Journal of Financial Economics*, 20 (1-2).461-60.