

Directors' Compensation. What really matters?

Isabel Acero

University of Zaragoza, Faculty of Economy and Business, Spain

iacero@unizar.es

Nuria Alcalde

University of Zaragoza, Faculty of Economy and Business, Spain

nuria.alcalde@unizar.es

La retribución de los consejeros en las grandes compañías cotizadas ha generado un intenso debate en la práctica empresarial y también en la literatura académica. La crisis económica y los graves escándalos corporativos han provocado indignación social y han promovido el debate sobre la racionalidad que subyace a las retribuciones que perciben los consejeros. Como consecuencia, una mayor transparencia informativa está siendo exigida a las empresas. La Orden ECC/461/2013 implementa, por primera vez en España, un modelo de informe homogéneo que deben utilizar las compañías cotizadas para publicar la información sobre la remuneración de los miembros del consejo.

En el presente trabajo se examinan los determinantes de la retribución de los consejeros en las empresas españolas cotizadas. Nuestra investigación se apoya en la Teoría de la Agencia y en la Teoría del Capital Humano. A diferencia de los estudios previos que utilizan mayoritariamente datos agregados o medios de retribución, en este trabajo se utilizan datos individualizados. Ello permite ampliar el análisis considerando además de la influencia de variables situadas a nivel de empresa (tamaño, performance y mecanismos de gobierno), la influencia de variables a nivel de individuo (características demográficas y profesionales), escasamente analizadas en la literatura. Dada la estructura jerárquica de la información utilizada (las observaciones individuales correspondientes a los consejeros pueden agruparse por consejos o empresas), se ha utilizado una metodología multinivel, adecuada a este tipo de datos, y que permite diferenciar entre la variación interempresa y la variación intraempresa.

De forma consistente con la literatura previa, los resultados evidencian que el tamaño de la empresa es la variable que más influencia ejerce sobre el nivel retributivo de los consejeros, demostrándose escasa incidencia de la performance o de la configuración de los mecanismos de gobierno corporativo.

En lo que respecta a factores relacionados con las características propias de los individuos, el trabajo presta atención a variables como la edad, el género, la nacionalidad, la formación, la responsabilidad del puesto, la antigüedad y la experiencia. Los resultados evidencian que la antigüedad y la experiencia influyen significativamente en el nivel retributivo, mientras otras características personales como la formación, por ejemplo, no parecen ser determinantes de la compensación de los consejeros.

Keywords: compensation, board of directors, tenure, interlocks, Spain

1. INTRODUCCIÓN

En el actual escenario de creciente desigualdad social, se aviva el debate sobre las retribuciones que perciben los consejeros y directivos de las grandes sociedades cotizadas¹ y su justificación. La complejidad de las funciones que desempeñan, el valor que aportan a las empresas que dirigen y la necesidad de capturar y retener a los profesionales de mayor talento se convierten, a menudo, en la justificación a las cifras sobre sus remuneraciones.

En el ámbito académico, aunque existe amplia literatura sobre la retribución del CEO (para una revisión sobre el tema consultar Murphy (1999) y Finkelstein et al. (2009)), son pocos los trabajos desarrollados sobre los factores que explican los niveles de compensación de los miembros del consejo de administración ya que como indican algunos autores (Brick et al. 2006, Andreas et al. 2012 o Manzanque et al. 2011), ha sido más recientemente cuando esta temática ha comenzado a recibir atención.

La mayor parte de las investigaciones realizadas, tanto en el contexto español (Arrondo et al. 2008; Manzanque et al. 2011; Vivas et al., 2013) como en el ámbito internacional (Hempel et al., 1994; Cordeiro et al. 2000; Elston et al., 2003; Ryan et al., 2004; Linn et al., 2005; Farrell et al., 2008), analizan la influencia de variables relativas a la empresa (tamaño de la empresa, performance) y a sus mecanismos de gobierno corporativo (estructura de propiedad y composición del consejo de administración) en la retribución promedio de los miembros del consejo.

Los fundamentos teóricos que sirven de base a la mayoría de estos estudios se hallan en la Teoría de la Agencia (Jensen y Meckling, 1976), a partir de la cual es posible desarrollar dos perspectivas alternativas sobre la remuneración de los consejeros. Una de ellas (*optimal contracting view*) considera que las políticas retributivas constituyen un mecanismo de gobierno corporativo para incentivar que las decisiones de los miembros del consejo sean acordes a los intereses de los accionistas (Shleifer and Vishny, 1997). Desde esta perspectiva, numerosos trabajos (Vafeas, 1999; Becher et al., 2005; Yermack, 2004; Ryan et al., 2004; Fich y Shivdasani, 2005; Linn et al., 2005; Ertugrul y Hegde, 2008, Minnick y Zao, 2009) han estudiado la eficacia de esquemas retributivos que pretenden alinear los intereses de los consejeros con los de los accionistas (*equity based compensation*). La otra perspectiva (*managerial power perspective*) considera, sin embargo, que puesto que es el propio consejo de administración el que fija la retribución de sus miembros, el resultado son unos niveles y esquemas retributivos que reflejan los intereses particulares de los consejeros, pero no de la empresa ni de sus accionistas (Bebchuk y Fried, 2004).

Como indican algunos autores (Mallin et al, 2015), ambas perspectivas (*optimal contracting* y *managerial power*) no representan necesariamente explicaciones contrapuestas sino que se complementan a la hora de explicar la retribución de los directivos.

¹ En España, los ejecutivos mejor pagados de cada compañía incluida en el IBEX 35 ganaron de media 4,73 millones de euros en el ejercicio 2015, lo que supone 96,4 veces el gasto medio por empleado registrado por esas mismas en empresas en dicho periodo (Diario El País, 8 de mayo de 2016).

La Teoría de la Agencia puede ser completada con otros planteamientos para explicar la retribución de los miembros del Consejo. La Teoría del Capital Humano (Becker, 1964) sugiere que la remuneración de los directivos debería reflejar sus cualidades y habilidades, puesto que como indican Hambrick y Mason (1984), en el marco de la Upper Echelons Theory, las características demográficas y el background de los miembros del equipo directivo influyen en las decisiones estratégicas, afectando directamente a la performance de la empresa y la creación de valor. Por tanto, las empresas tratarán de captar y retener a los mejores profesionales para incorporarlos a sus consejos, utilizando como incentivo la política retributiva. Algunos trabajos que consideran la influencia del perfil o habilidades de los consejeros en su retribución son los de Marchetti y Stefanelli (2009), Horton et al. (2012) o Fedayeseu et al. (2015). Sin embargo, estas perspectivas han sido menos utilizadas, debido en gran medida a la ausencia de información individualizada sobre el perfil de los consejeros y su retribución.

Y es que uno de los principales problemas a la hora de abordar el estudio de las remuneraciones de los miembros del consejo de administración es la opacidad que ha existido tradicionalmente en la información sobre la remuneración de los consejeros². En España, no fue hasta la aprobación de la Orden ECC/461/2013, cuando las sociedades cotizadas empezaron a proporcionar información detallada y comparable (siguiendo un modelo de informe normalizado) sobre la remuneración individualizada de sus consejeros³.

En este contexto, y aprovechando la información que publican actualmente las compañías cotizadas sobre la remuneración individual de los miembros del consejo de administración, el objetivo del presente trabajo es analizar si la retribución percibida por los consejeros de las sociedades cotizadas españolas viene determinada por características propias del individuo como su cualificación o experiencia o, si por el contrario, son otros factores relacionados con la empresa o con la configuración de su sistema de gobierno corporativo los que explican los niveles retributivos.

Esta investigación contribuye a la literatura sobre determinantes de la retribución de los consejeros, siendo uno de los escasos trabajos (el primero en España) que utiliza información individualizada sobre la retribución de los consejeros en lugar de utilizar datos agregados o medios de retribución. Ello permite ampliar el análisis considerando no solo la variación interempresa, sino también la variación intraempresa (diferencias en las remuneraciones de

² En España, por ejemplo, el Código Unificado de Buen Gobierno (2006) recomendaba a las sociedades cotizadas que en su Informe Anual de Gobierno Corporativo publicasen información detallada de las retribuciones individuales de los miembros del Consejo. Sin embargo y según consta en los sucesivos informes elaborados por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, esta recomendación (Rec. 41) se encontraba de forma reiterada en el grupo de recomendaciones menos seguidas por las sociedades cotizadas.

³ A nivel europeo, procede citar la Recomendación de la Comisión Europea, de 30 de abril de 2009, que complementa las Recomendaciones 2004/913/CE y 2005/162/CE en lo que atañe al sistema de remuneración de los consejeros de las empresas que cotizan en bolsa. En España, la Ley 2/2011 de Economía Sostenible exigió a las sociedades cotizadas una mayor transparencia en su política de retribuciones de los miembros del Consejo; posteriormente la Orden ECC/461/2013 determinó el contenido y estructura del informe anual sobre retribuciones.

los consejeros de una misma empresa). Para ello, además de analizar la influencia en la retribución de los consejeros de variables recurrentes en la literatura (variables relacionadas con características de la empresa, performance, estructura de propiedad y características del consejo) se incorporan otro tipo de variables relativas al capital social y humano de los consejeros, aplicando una perspectiva complementaria basada en Teoría de Capital Humano, según la cual cabría esperar que las habilidades y cualificación profesional de cada consejero influya en la retribución percibida (Fedaseyeu et al., 2015). La metodología utilizada, el análisis multilevel, también constituye una novedad en este campo. Dicha metodología resulta idónea puesto que permite incorporar en los modelos de forma simultánea variables a nivel de empresa y a nivel de individuo (consejero), lo cual fortalece el análisis realizado. Por último, al centrarnos en el caso español, aportamos nueva evidencia en un contexto que, a diferencia del anglosajón, se caracteriza por una menor protección de los inversores, un mercado de capitales menos desarrollado y propiedad más concentrada de las empresas.

Los resultados obtenidos, sobre una muestra 1110 observaciones, indican que aquellas empresas más grandes, establecen niveles retributivos más elevados. Por otro lado, la experiencia de los consejeros, medida a través de la permanencia en el consejo y de la pertenencia a otros consejos de administración, influye de forma positiva sobre el nivel de remuneración.

El trabajo se estructura en seis apartados. En el siguiente epígrafe se realiza una revisión de la literatura y se formulan las hipótesis del trabajo. En el tercer apartado se explica brevemente el modelo de gobierno corporativo existente en España y su evolución hacia una mayor transparencia. En el cuarto apartado, se presentan la muestra, fuentes de información, variables utilizadas en el trabajo y resultados del análisis univariante. En el siguiente apartado se explica la metodología utilizada y se muestran los resultados de los modelos estimados. Finalmente, en el sexto apartado se resumen las principales conclusiones.

2. REVISIÓN DE LA LITERATURA E HIPÓTESIS

En base a los resultados de estudios previos, el análisis desarrollado en el trabajo usa un enfoque multidisciplinar. En este sentido, el trabajo considera que los niveles de retribución dependen de las peculiaridades propias de cada compañía, de los mecanismos de gobierno corporativo y control usados por la empresa y del perfil de los consejeros.

La Figura 1 muestra una representación gráfica de las hipótesis formuladas en el trabajo.

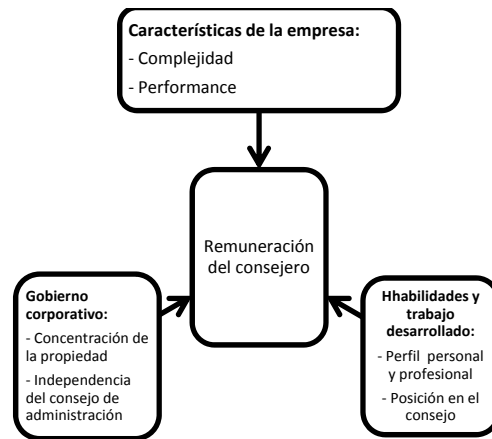


Figura 1: Factores explicativos de la remuneración de los consejeros

Características de la empresa

Estudios empíricos previos desarrollados en diferentes países indican que la retribución de los consejeros está relacionada con las características empresariales, especialmente el tamaño de la empresa y su performance.

El objetivo general del consejo de administración es asesorar y controlar a la alta dirección protegiendo al mismo tiempo los intereses de los accionistas. La literatura muestra que la complejidad de la empresa requiere mayores niveles de habilidades o esfuerzo de los consejeros, dado que la necesidad de asesoramiento y control generalmente aumenta conforme la empresa se vuelve más compleja (Klein, 1998; Guest, 2008; Boone et al. 2007; Lehn et al. 2009, entre otros). Así, esperamos una relación positiva entre la retribución de los consejeros y la complejidad empresarial dado que a mayor complejidad de la empresa, mayor será la dificultad de las tareas desarrolladas por los consejeros, por lo que la política retributiva deberá estar diseñada para atraer a los profesionales más preparados y productivos (Linn y Park, 2005).

El tamaño de la empresa es la variable que con mayor frecuencia se ha asimilado a la complejidad de la empresa en la literatura sobre gobierno corporativo (Linck et al., 2008; Coles et al., 2008; Bøhren y Staubo, 2016). Empresas más grandes suelen caracterizarse por una mayor complejidad en términos de estructuras organizativas y su dispersión geográfica, de tal forma que requieren mayor asesoramiento y control por parte de los miembros del consejo. Diversos trabajos observan una relación positiva entre el tamaño de la empresa y el nivel de compensación de los consejeros (Boyd, 1994; Ryan et al., 2000; Linn et al., 2005; Brick et al., 2006; Arrondo et al. 2008; Adams et al., 2009; Andreas et al., 2012). En este sentido, esperamos que las empresas más grandes tiendan a ser más complejas, requieran mayor asesoramiento y control y por tanto, ofrezcan remuneraciones más elevadas a sus consejeros.

H1: La retribución de los consejeros se relaciona de forma positiva con la complejidad empresarial

Considerando la Teoría Económica tradicional y la Teoría de la Agencia, la retribución vinculada a resultados, conduce a que los consejeros trabajen de forma más asidua en nombre de los accionistas en lugar de alinearse con los intereses de los directivos (Cordeiro et al., 2000). La retribución vinculada a los resultados de la empresa es el paradigma central de perspectiva teórica de contrato óptimo (*optimal contracting view*) con el fin de alinear los incentivos entre los directivos y accionistas (Jensen y Murphy, 1990). Algunos trabajos proporcionan evidencia para las empresas estadounidenses apoyando los argumentos de los contratos óptimos y encuentran una relación positiva entre la retribución de los consejeros y la rentabilidad de la empresa, es decir, los directivos en las empresas que logran un mayor rendimiento en el mercado es más probable que reciban una retribución más alta que las de las empresas con resultados peores (Jensen y Murphy, 1990; Yermarck., 2004, Briec et al., 2006). Sin embargo, otros artículos como el de Farrell et al. (2008) no observan que el desempeño organizacional determine la compensación de los directivos. Para el caso español, Arrondo et al. (2008) observan una relación directa entre la rentabilidad empresarial y la retribución percibida por los consejeros, mientras que Vivas et al. (2013) indican que no existe una relación significativa entre la retribución del consejo y el desempeño empresarial.

H2: La retribución de los consejeros se relaciona de forma positiva con la performance empresarial

Elementos de gobierno corporativo (Managerial power perspective)

El consejo de administración es el órgano interno encargado de supervisar y controlar a los directivos para evitar que desarrollen comportamientos oportunistas que perjudiquen a los accionistas (Fama y Jensen, 1983). Sin embargo, los consejeros son supervisores delegados de los accionistas de modo que el tradicional conflicto de agencia entre accionistas y directivos se plantea igualmente entre accionistas y consejeros puesto que pueden existir intereses contrapuestos entre ellos (Jensen, 1993). Partiendo de la idea de que no hay razón para asumir que los directivos buscan de manera automática maximizar el valor de los accionistas, no hay razón para esperar que los consejeros lo hagan (Bebchuk y Fried, 2004). Desde esta perspectiva (*managerial power perspective*), los consejeros, aprovechando sus ventajas informacionales, pueden desarrollar comportamientos oportunistas que generan un problema de riesgo moral y que pueden traducirse en la fijación de niveles extraordinariamente altos para sus propias retribuciones. La existencia de otros mecanismos de gobierno corporativo como la presencia de grandes accionistas con incentivos para ejercer un control directo sobre los directivos y consejeros o la propia configuración del consejo de administración, deberían contribuir a mitigar los conflictos de agencia entre accionistas y consejeros e influir en el diseño de las políticas retributivas de los miembros del consejo (Andreas et al., 2012).

Atendiendo al primero de estos mecanismos, la estructura de propiedad, cabe señalar que cuando la propiedad del capital se reparte entre multitud de pequeños accionistas, éstos tienen escasos incentivos a involucrarse en la gestión empresarial y supervisar el comportamiento de los directivos. Sin embargo, los grandes accionistas externos, teniendo en cuenta sus intereses económicos, tienen mayores incentivos para estar involucrados activamente en la gestión de la compañía (Shleifer y Vishny 1986; Holderness 2003). Cordeiro

et al. (2000), indican que los accionistas externos mayoritarios tratarán de evitar costes innecesarios, contribuyendo a introducir una mayor moderación en las remuneraciones de los gestores. Las investigaciones sobre retribución del personal directivo apuntan en esta dirección. Así, Gómez-Mejía y Sánchez (2006), en una revisión de la literatura, señalan que la investigación empírica sobre la retribución de los directivos demuestra que una mayor concentración de la propiedad supone una mayor intensidad en la supervisión y control y, por tanto, una retribución más moderada de los directivos. Aunque la evidencia en relación a la retribución de los miembros del consejo de administración es menor, algunos trabajos también apuntan en la misma dirección, particularmente en países de Europa continental como Alemania (Schmid, 1997; Elston y Goldberg, 2003; Andreas et al., 2012) o España (Arrondo et al. 2008).

H3: La retribución de los consejeros se relaciona de forma negativa con la concentración de la propiedad

El otro elemento de gobierno corporativo que puede influir en el nivel retributivo fijado tiene que ver con la propia composición del consejo de administración. La perspectiva teórica del poder gerencial (managerial power perspective) sugiere que existe el riesgo de que los consejeros se pongan del lado de los ejecutivos y persigan sus propios intereses en lugar de los de los accionistas. Así, por ejemplo, los consejeros que permiten altos niveles de remuneración para los directivos, obtienen el apoyo de éstos para mantener también altas sus propias retribuciones (Bebchuk et al., 2002). La posibilidad de que esta colusión entre directivos y consejeros se produzca depende de la estructura y composición del consejo (Barkema y Gómez-Mejía, 1998). Una medida habitualmente utilizada como proxy de la efectividad de control del consejo es el porcentaje de miembros independientes, puesto que existe evidencia que pone de manifiesto el papel supervisor ejercido por los consejeros externos independientes en situaciones donde se pueden plantear conflictos de intereses entre accionistas y gestores (Hermalin y Weisbach, 1988; Weisbach, 1988). Los consejeros independientes se espera que actúen en nombre de los accionistas como supervisores y asesores de los ejecutivos (Fama y Jensen, 1983). En este sentido, un consejo de administración dominado por consejeros ejecutivos o por consejeros externos alineados con los ejecutivos, presenta una severa limitación a su capacidad para controlar comportamientos contrarios a los intereses de los accionistas (Bebchuk y Fried, 2004), como puede ser el establecimiento de niveles elevados en las remuneraciones del consejo. La evidencia empírica es, sin embargo, poco clara respecto a la influencia de la estructura del consejo en la retribución de sus miembros (Andreas et al., 2012), existiendo algunos trabajos como el de Ryan et al. (2004) o Adams y Ferreira (2009) que observan un efecto de la independencia del consejo en la retribución de sus miembros contrario al esperado. Para el caso español, la evidencia empírica disponible sugiere que la presencia de miembros independientes en el consejo fomenta remuneraciones más moderadas (Arrondo et al., 2008; Manzanque et al., 2011).

H4: La retribución de los consejeros se relaciona de forma negativa con la independencia del consejo

Habilidades y trabajo desarrollado

Hasta este momento, hemos considerado la influencia de variables relacionadas con la empresa y sus mecanismos de gobierno corporativo en la retribución que perciben los miembros del consejo de administración. Sin embargo, para explicar las diferencias de remuneración entre individuos, debemos recurrir a los postulados de Human Capital Theory (Becker, 1964; Mincer, 1974). Esta teoría remarca la importancia del perfil individual de los trabajadores y explica las diferencias en el salario basadas en el capital humano de los individuos (medido por diferencias en habilidades, experiencia, conocimiento y otras características).

Este enfoque resulta especialmente apropiado teniendo en cuenta que el papel del consejo de administración es, más allá de controlar al equipo directivo, asesorarle en la toma de decisiones. Pfeffer y Salancik (1978) or Zahra y Pearce (1989), bajo la Teoría de Dependencia de los Recursos, consideran a los consejeros como “asesores” de la organización. Gracias a la información que poseen sobre la empresa y su entorno, su experiencia, conocimiento, etc. enriquecen el proceso de toma de decisiones de la empresa. Johnson et al. (2013), en una extensa revisión de la literatura, indican que las características demográficas, capital humano y capital social de los consejeros tienen efectos importantes en los resultados de la empresa. Por tanto, si las habilidades y experiencia de los consejeros importan, debería observarse, de acuerdo a la Teoría de Capital Humano, una relación positiva entre las habilidades y experiencia de los consejeros y su retribución. Los Códigos de Buen Gobierno también ponen de manifiesto que el nivel de remuneración de los consejeros debería variar de acuerdo con el perfil profesional y la experiencia de la persona que ocupa el puesto⁴.

Existen muy pocos estudios que consideren el perfil personal y profesional del consejero como variable explicativa de la remuneración percibida. La dificultad de encontrar información detallada e individualizada es una traba para este tipo de análisis que, sin embargo, resulta muy útil para explicar las diferencias intra-empresa en la remuneración de los consejeros. Algunos ejemplos son los trabajos de Marchetti y Stefanelli (2009) y Horton et al. (2012) que, para UK, aportan evidencia consistente con la influencia del capital humano y social de los consejeros en su remuneración o, recientemente, el artículo de Fedaseyeu et al. (2015) en el que, para el caso americano, observan que los consejeros con mayor experiencia reciben una compensación mayor. Estos resultados son consistentes con la Teoría de Capital Humano. Una empresa que no compensa a sus consejeros de forma adecuada teniendo en cuenta sus habilidades debería tener más dificultades a la hora de atraer y retener a consejeros con talento.

H5: La retribución de los consejeros se relaciona de forma positiva con las cualificaciones de los consejeros

⁴ La remuneración del consejo de administración será la adecuada para atraer y retener a los consejeros del perfil deseado y retribuir la dedicación, cualificación y responsabilidad que exija el cargo pero sin comprometer la independencia de criterio de los consejeros no ejecutivos, con la intención de promover la consecución del interés social, incorporando los mecanismos precisos para evitar la asunción excesiva de riesgos y la recompensa de resultados desfavorables.

La posición ocupada o rol desempeñado se considera otro factor explicativo del nivel retributivo (Gómez-Mejía, 1994). La retribución de los directivos de más alto nivel constituye una compensación por las obligaciones y responsabilidades adicionales que comporta el puesto. Además la mayor retribución se considera un premio para estimular a otros profesionales a esforzarse para conseguir promocionar a estos puestos (Lazear y Rosen, 1981).

Los miembros que componen el consejo de administración desempeñan tareas y responsabilidades diferentes según la categoría a la que pertenecen. En España, de acuerdo con la ley Ley 31/2014, de 3 de diciembre, por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo (art. 529 duodecies) se definen dos categorías de consejeros (ejecutivos y externos).

Son consejeros ejecutivos (o internos) aquellos que desempeñen funciones de dirección en la sociedad, mientras que se definen como consejeros no ejecutivos o externos todos los restantes consejeros de la sociedad⁵. Los consejeros ejecutivos intervienen, por tanto, en la actividad diaria de la empresa desempeñando tareas de alta dirección y asumiendo las responsabilidades que de ello derivan. Por el contrario, los consejeros externos únicamente actúan como miembros del consejo pero no desempeñan ningún rol directivo en la organización.

H6: La retribución de los consejeros internos es superior a la retribución de los consejeros externos.

3. EL GOBIERNO CORPORATIVO EN ESPAÑA: EVOLUCIÓN HACIA UNA MAYOR TRANSPARENCIA

A pesar de la existencia de diferentes modelos de gobierno societario en el mundo, cabe destacar que existe una preocupación importante en todos los países desarrollados asegurar la responsabilidad, la transparencia, la eficiencia y eficacia de las sociedades, fundamentalmente las que cotizan en bolsa. Ello se ha traducido en cambios normativos y en la aparición de los denominados Códigos de Buena Conducta o Códigos de Buen Gobierno.

España ha sido partícipe de esta preocupación política y social por el buen funcionamiento de las sociedades cotizadas. Desde la segunda mitad de los años 90 se han constituido cuatro grupos de trabajo, cuya labor se ha materializado en sendos Códigos de Buen Gobierno: Informe Olivencia (1998), Informe Aldama (2003), Código Unificado de Buen Gobierno (2006), Código de Buen Gobierno (2015).

⁵ Los consejeros externos pueden ser dominicales, independientes u otros externos. Se considerarán consejeros dominicales aquellos que posean una participación accionarial igual o superior a la que se considere legalmente como significativa (3%) o que hubieran sido designados por su condición de accionistas, aunque su participación accionarial no alcance dicha cuantía, así como quienes representen a accionistas de los anteriormente señalados. Por su parte, se considerarán consejeros independientes aquellos que, designados en atención a sus condiciones personales y profesionales, puedan desempeñar sus funciones sin verse condicionados por relaciones con la sociedad o su grupo, sus accionistas significativos o sus directivos. En la categoría de otros externos se sitúan aquellos consejeros que no pertenecen a ninguna de las categorías anteriores.

Desde la publicación del primer Código de Buen Gobierno —Informe Olivencia (1998)— hasta la fecha, la asunción de las recomendaciones de buen gobierno por parte de las sociedades cotizadas ha tenido siempre un carácter voluntario. No obstante, la Ley 26/2003 introdujo el cambio más importante en esta materia, pues si bien hasta entonces también dependía de la voluntad de cada sociedad el hecho de informar o no al mercado sobre el seguimiento de las recomendaciones en materia de gobierno corporativo, la citada ley convirtió en obligatoria dicha información, instaurando en nuestro sistema el principio legal conocido internacionalmente como «cumplir o explicar». Así, desde el año 2004 las sociedades cotizadas en España están obligadas a publicar anualmente y en formato estandarizado un Informe Anual de Gobierno Corporativo (IAGC) en el que se indique si se siguen las recomendaciones de buen gobierno, así como la justificación, en su caso, para la falta de seguimiento⁶.

Los Códigos Olivencia (1998), Aldama (2003) y Código Unificado de Buen Gobierno (2006) incluían entre sus recomendaciones las de informar pormenorizadamente a los inversores sobre las políticas de retribución (cuantía y componentes) del consejo de administración, refiriéndose dicha información tanto las retribuciones percibidas por el conjunto de los miembros del consejo, como también de las percibidas de forma individual por cada uno de los consejeros. Los Códigos Aldama y Unificado también recomendaban someter a votación consultiva en la Junta General de accionistas la política de retribuciones de los consejeros. Sin embargo, dichas recomendaciones formaban parte, de forma recurrente, de la lista de las menos seguidas por las empresas cotizadas (véanse los Informes de Gobierno corporativo de las entidades emisoras que anualmente publica la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)).

Ante esta situación, la Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible, introdujo la obligación para las empresas cotizadas de elaborar un informe anual sobre las remuneraciones de sus consejeros y someterlo a votación consultiva en la Junta. Dicho informe incluye, entre otros aspectos, un detalle de las retribuciones individuales correspondiente a cada uno de los consejeros. Para hacer dichos informes transparentes y comparables, la Orden ECC/461/2013 y la Circular 4/2013 de la CNMV, modificada por la Circular 7/2015, de la CNMV, desarrollan, por primera vez en España, un modelo unificado de informe relativo a las remuneraciones de los miembros del consejo de administración de las sociedades cotizadas.

Por tanto, aunque la obligación de hacer pública esta información existe desde 2011, hasta el ejercicio 2013 no se dispuso de un formato homogéneo para facilitar su análisis en términos comparables.

Más recientemente, la ley 31/2014, de 3 de diciembre, por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo, establece que el importe máximo de la remuneración anual del consejo deberá ser aprobado por la junta general, y permanecerá vigente hasta que se apruebe su modificación. La determinación concreta del importe a recibir por cada uno de los consejeros —dentro del máximo fijado por la junta— se

⁶ El principio «cumplir o explicar», consagrado en el artículo 20 de la Directiva 2013/34/UE, constituye un elemento clave del gobierno corporativo a nivel europeo.

deja a la discreción del consejo y se detallará en el Informe Anual sobre Remuneraciones de los consejeros, el cual seguirá siendo sometido a voto consultivo de la junta.

4. PRESENTACIÓN DE LA MUESTRA Y ANÁLISIS DESCRIPTIVO

Muestra y variables

Para la realización del estudio se ha utilizado una muestra formada por 1110 consejeros correspondientes a 90 empresas españolas cotizadas. La muestra inicial se ha obtenido de la base de datos Boardex que contiene información detallada sobre el perfil demográfico de cada consejero proporcionando información sobre su edad, formación, pertenencia a otros consejos, etc. Esta información se ha completado, para cada consejero, con los datos sobre su retribución individual obtenidos del Informe Anual sobre Remuneraciones de los Consejeros. Este informe es obligatorio para todas las sociedades anónimas cotizadas desde el ejercicio 2013 y debe proporcionar una información completa, clara y comprensible de la política de remuneraciones de la sociedad recogiendo al menos el siguiente contenido: información de la política de remuneraciones para el ejercicio en curso, resumen global de la política de retribuciones del ejercicio anterior y detalle de las retribuciones devengadas durante el ejercicio anterior.

Los datos a nivel de empresa se obtienen de la base de datos SABI para la información económico financiera y para los datos relativos al consejo de administración y la estructura de propiedad de la compañía se han utilizado los Informes Anuales de Gobierno Corporativo de cada una de las sociedades analizadas.

La muestra final está compuesta 1110 observaciones a nivel de consejero correspondientes a 90 empresas. Los datos sobre remuneración de los consejeros se refieren al año 2013 (primer año para el cual existe información individualizada) mientras que las variables explicativas incluidas en los modelos se han incorporado retardadas un periodo con el objetivo de reducir problemas econométricos de endogeneidad (Brick et al., 2006).

Variable dependiente

La variable dependiente usada es la retribución en metálico⁷ (CASHREM) del año 2013, expresada en miles de euros, para cada consejero de la muestra. La retribución en metálico se refiere a la suma de los siguientes conceptos: sueldos, remuneración fija, dietas, retribución variable a corto plazo, retribución variable a largo plazo, remuneración por pertenencia a comisiones del consejo, indemnizaciones y otros conceptos. Toda esta información aparece recogida en un formato estandarizado en los Informes Anuales sobre Remuneraciones de los consejeros que deben publicar anualmente las sociedades españolas cotizadas, lo que facilita su comparación tanto entre empresas como entre individuos. En aquellos casos en los que el

⁷ No se incluye, por tanto, la retribución devengada por los consejeros por su pertenencia a consejos de otras empresas del grupo, ni el importe de las acciones otorgadas, ni el beneficio bruto de las opciones ejercitadas.

consejero se incorporó al consejo una vez comenzado el año, se anualizó su remuneración teniendo en cuenta la proporción del año que participó en el consejo.

Tabla 1: Retribución en metálico de los consejeros: Estadísticos descriptivos

Concepto retributivo	Frecuencia (%)	N	Media	Desv Típica	25th Pctl	50th Pctl	75 Pctl	Min	Max
Sueldo	17,5%	194	502,19	559,16	127	309	701	3	3250
Rem. Fija	63,0%	699	89,02	116,24	32,4	59,8	100	2	1081
Dietas	62,3%	691	34,14	32,09	13	26	45	1	275
Variable c/p	16,2%	180	482,77	700,39	58	227	596	1	3304
Variable l/p	1,6%	18	460,83	328,93	246	359	681	77	1360
Comisiones	37,9%	421	49,83	61,58	13	25,76	65,5	1	550
Indemniz.	0,4%	4	707	681,27	156	543	1422	100	1642
Otros	19,4%	215	61,72	126,91	4	15	55	1	728
Total Retr.	100%	1110	307,92	711,14	50	93	212	0	7482

En esta tabla se muestran los estadísticos descriptivos de los diferentes conceptos que integran la remuneración en metálico de los consejeros. Para cada concepto, la frecuencia indica el porcentaje de consejeros de la muestra que perciben dicho concepto y N es el número de consejeros de la muestra que lo perciben. Los valores de la media, desviación típica, cuartiles, mínimo y máximo están expresados en miles de euros.

En la tabla 1 se muestran los principales estadísticos descriptivos de la retribución en metálico percibida por los consejeros que componen la muestra, así como de los de los diferentes conceptos que la integran.

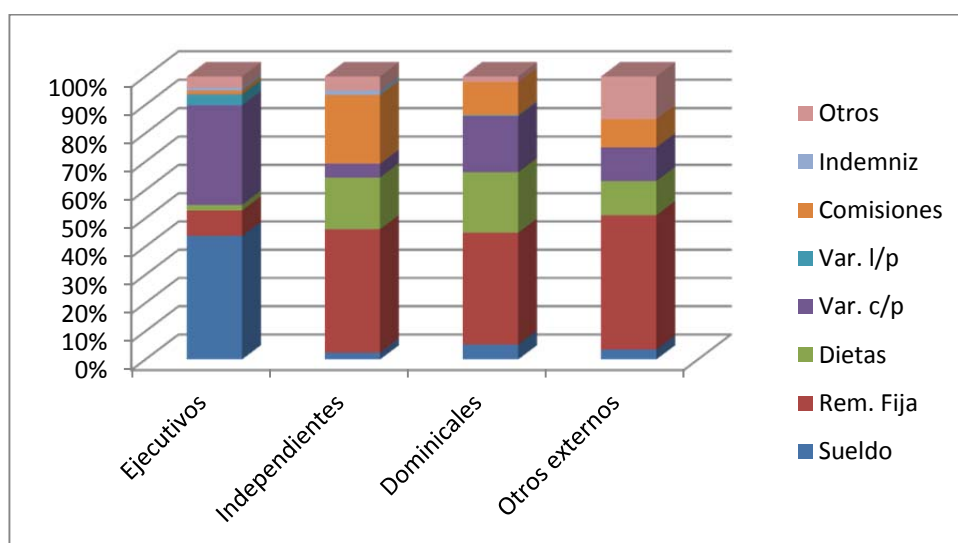
La retribución total en metálico que, en media, reciben los 1110 consejeros de la muestra asciende a 307.920 euros, si bien existe una gran variabilidad en la misma, puesto que la desviación típica es 711.140 euros, el valor mínimo 0 y el máximo 7.482.000 euros. Tal y como se observa en la tabla, la elevada dispersión en la retribución en metálico percibida por los consejeros viene explicada por una composición heterogénea de la misma (los conceptos que integran dicha retribución varían entre consejeros), así como una variabilidad muy alta en la cuantía de los diferentes conceptos (la mayoría de los coeficientes de variación son superiores a 1).

Atendiendo a los conceptos que integran de dicha retribución, se observa que los componentes que con mayor frecuencia perciben los consejeros son la remuneración fija (la perciben un 63% de los consejeros de la muestra), las dietas (un 62% de los consejeros) y la remuneración por pertenencia a comisiones del consejo (un 38% de los consejeros). La remuneración fija media se sitúa en 89.000 euros, las dietas en 34.140 euros y la retribución por pertenencia a comisiones en 49.830 euros.

Los conceptos de mayor cuantía son, aparte de las indemnizaciones, cuyo carácter es esporádico, el sueldo (502.190 euros) y las remuneraciones variables a corto plazo (483.000 euros) y a largo plazo (461.000 euros). Estos conceptos son percibidos por un porcentaje minoritario de consejeros que, generalmente, son ejecutivos y, por tanto, desempeñan funciones de dirección en la empresa.

En el gráfico 1 se presenta la composición porcentual de la retribución en metálico para las cuatro categorías de consejeros que se distinguen en España (consejeros ejecutivos, dominicales, independientes y otros externos). Como puede observarse, la retribución de los consejeros ejecutivos muestra un comportamiento muy diferente a la del resto de consejeros. Para los consejeros ejecutivos, los componentes más importantes de la retribución son los sueldos y la remuneración variable a corto plazo. En la retribución de los consejeros externos (dominicales, independientes y otros externos) es la remuneración fija, la partida más importante, seguida de la remuneración por pertenencia a comisiones (en el caso de los independientes), las dietas (en el caso de los dominicales) y otros conceptos (en el caso de otros externos).

Gráfico 1: Composición de la retribución en metálico de los diferentes tipos de consejeros



Variables independientes

Variables de empresa (nivel 2):

Tamaño de la empresa (SIZE): esta variable se define como el logaritmo del total de activos de la empresa.

Firm performance (ROE): Como medida de la performance de la empresa se ha utilizado el ROE (Return on Equity) calculado como el resultado del ejercicio dividido para los fondos propios.

Concentración de la propiedad (BLOCK): se ha utilizado la variable Blockholders que representa la suma total de todas aquellas participaciones significativas en el capital de la empresa.

Independencia del consejo (INDEP): recoge el porcentaje de consejeros independientes en el consejo de administración de la empresa.

Variables de individuo (nivel 1):

Edad (AGE): Edad del consejero (años).

Género (GENDER): Variable dummy que toma valor 1 si el consejero es mujer y 0 en caso contrario.

Nacionalidad (FOREIGN): Variable dummy que toma valor 1 si el consejero es de nacionalidad extranjera y 0 si es español.

Formación Máster (MASTER): como medida de formación de los consejeros se ha utilizado una variable dummy que toma valor 1 si el consejero ha realizado un máster o MBA y 0 en caso contrario.

Formación Doctorado (PhD): variable dummy que toma valor 1 si el consejero tiene estudios de doctorado, y 0 en caso contrario.

Formación Internacional (INTTRAINING): variable dummy que toma valor 1 si el consejero ha realizado estudios en el extranjero y 0 en caso contrario.

Ejecutivo (EXEC): Variable dummy que toma valor 1 si el consejero es ejecutivo y 0 si es externo.

Antigüedad (TIMEBOARD): Como medida de experiencia, se ha utilizado la permanencia del consejero en el consejo. Esta variable se expresa en número de años.

Interlocking (QUOTEDBOARD): Para recoger el efecto de la pertenencia de los consejeros a otras empresas se ha utilizado la variable que indica el número de consejos de empresas cotizadas en los que ha formado parte el consejero.

En la tabla 2 se muestran los estadísticos descriptivos de las variables explicativas para la muestra total. En el Panel A se recogen las variables de nivel 2 (empresa y consejo), mientras que en el Panel B, se recogen las variables de nivel 1 (individuo).

Tabla 2: Características de las empresa y de los consejeros: Estadísticos descriptivos

PANEL A: TOTAL SAMPLE FIRM AND BOARD VARIABLES						
Variable	Mean	Median	Standard Deviation	Minimum	Maximum	Number observations
SIZE	14,219	13,894	2,039	10,742	19,878	90
ROE	0,0435	0,072	0,4925	-3,429	1,3213	90
BLOCK (%)	51,229	54,775	23,011	0,000	96,385	90
INDEP (%)	35,694	33.333	17,688	0,000	87,500	90
PANEL B: DIRECTOR CHARACTERISTICS. TOTAL SAMPLE						
Variable	Mean	Median	Standard Deviation	Minimum	Maximum	Number observations
AGE	60,64	61,00	9,25	33	93	570
GENDER	0,12	0,00	0,33	0	1	1108
FOREIGN	0,12	0	0,32	0	1	996
MASTER	0,41	0	0,49	0	1	892
PHD	0,17	0	0,38	0	1	892
INTTRAINING	0,36	0	0,48	0	1	884
EXEC	0,17	0	0,37	0	1	1110
TIMEBOARD	7,52	5,80	7,30	0	67	990
QUOTEDBOARD	2,93	2,00	2,84	1	24	990

Atendiendo a las variables de empresa, cabe destacar el valor medio de la variable BLOCK (51,2%) que representa un alto grado de concentración de la propiedad en las empresas de la muestra, característica general de las empresas cotizadas españolas. El porcentaje medio de miembros independientes en los consejos de las empresas de la muestra se sitúa en un 35,6%, cerca, por tanto, del tercio recomendado por el Código de Buen Gobierno vigente en el momento⁸.

Respecto a las variables relacionadas con el perfil demográfico de los consejeros, se observa que la edad media de los mismos es elevada, situándose en 61 años, que sólo un 12% de los consejeros son mujeres, proporción idéntica a la de consejeros de nacionalidad extranjera. En cuanto a las variables de formación, el 41% disponen de un título de master, el 17% son doctores y el 36% cuentan con formación internacional. Respecto a su experiencia y relaciones, la antigüedad media en el consejo es de 7 años y medio y han sido miembros de consejos en 3 sociedades cotizadas. Es preciso hacer notar que la dispersión de estas dos últimas variables es elevada.

La matriz de correlaciones entre las diferentes variables se muestra en la tabla 3.

⁸ El Código de Buen Gobierno actualmente en vigor, publicado en 2015, recomienda que los consejeros independientes representen el 50% de los miembros del consejo.

Tabla 3. Matriz de correlaciones

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
CASHREM (1)	1,00	0,34 ^{***}	0,25 ^{***}	-0,08 ^{**}	0,27 ^{***}	0,06	-0,10 ^{***}	-0,04	-0,02	-0,04	0,06 [*]	0,53 ^{***}	0,16 ^{***}	0,14 ^{***}
SIZE (2)	0,34 ^{***}	1,00	0,18 ^{***}	0,01	0,22 ^{***}	0,09 ^{**}	0,06 [*]	0,08 ^{**}	-0,13 ^{***}	0,07	-0,02	-0,01	0,01	0,25 ^{***}
ROE (3)	0,25 ^{***}	0,18 ^{**}	1,00	-0,06 [*]	0,04	0,10 ^{**}	0,03	-0,01	-0,05	-0,01	-0,28 ^{***}	0,03	0,11 ^{***}	0,03
BLOCK (4)	-0,08 ^{**}	0,01	-0,06 [*]	1,00	-0,52 ^{***}	-0,09 ^{**}	-0,02	0,01	0,05	-0,05	0,12 ^{***}	0,03	0,01	-0,07 ^{**}
INDEP (5)	0,27 ^{***}	0,22 ^{***}	0,04	-0,52 ^{***}	1,00	0,06	0,02	0,03	-0,04	0,04	0,09 ^{***}	0,02	-0,06 [*]	0,11 ^{***}
AGE (6)	,06	0,09 ^{**}	0,01 ^{**}	-0,09 ^{**}	0,07	1,00	-0,20 ^{***}	0,00	-0,11 ^{**}	0,15 ^{**}	-0,00	-0,12 ^{***}	0,27 ^{***}	0,27 ^{***}
GENDER (7)	- 0,10 ^{***}	0,06 [*]	0,03	-0,02	0,02	-0,20 ^{***}	1,00	-0,03	0,04	0,03	-0,01	-0,11 ^{***}	-0,08 ^{***}	-0,07 ^{**}
FOREIGN (8)	-0,04	0,08 ^{**}	-0,01	0,01	0,03	0,01	-0,03	1,00	0,01	0,02	0,09 ^{***}	-0,08 ^{**}	-0,12 ^{***}	0,20 ^{**}
MASTER (9)	-0,02	-0,13 ^{***}	-0,05	0,05	-0,04	-0,10 ^{**}	0,04	0,01	1,00	-0,02	0,07 ^{**}	-0,00	-0,11 ^{***}	0,03
PHD (10)	-0,04	0,06 [*]	-0,01	-0,05	0,04	0,15 ^{***}	0,03	0,02	-0,02	1,00	0,01	-0,09 ^{***}	-0,00	0,06 [*]
INTTRAINING (11)	0,06 [*]	-0,02	-0,28 ^{***}	0,12 ^{***}	0,09 ^{***}	-0,01	-0,01	0,09 ^{***}	0,07 ^{**}	0,01	1,00	0,03	-0,08 ^{***}	0,07 ^{**}
EXEC (12)	0,53 ^{***}	-0,01	0,03	0,03	0,02	-0,12 ^{***}	-0,11 ^{***}	-0,08 ^{**}	-0,00	-0,09 ^{***}	0,03	1,00	0,10 ^{***}	-0,05
TIMEBOARD (13)	0,16 ^{***}	0,01	0,11 ^{***}	0,01	-0,06 [*]	0,27 ^{***}	-0,08 ^{***}	-0,12 ^{***}	-0,11 ^{***}	-0,00	-0,08 ^{**}	0,10 ^{***}	1,00	0,08 ^{**}
QUOTEDBOARD (14)	0,14 ^{***}	0,25 ^{***}	0,03	-0,07 ^{**}	0,11 ^{***}	0,27 ^{***}	-0,07 ^{**}	0,20 ^{***}	0,03	0,06 [*]	0,07 ^{**}	-0,05	0,08 [*]	1,00

*** Indica nivel de significación inferior al 1%

** Indica nivel de significación entre el 1% y el 5%

* Indica nivel de significación entre el 5% y el 10%

Análisis univariable

Se presentan en este apartado los resultados de un primer análisis exploratorio que permita arrojar algo de luz sobre las variables que pueden explicar las diferencias observadas en las retribuciones percibidas por los consejeros. Se trata de un análisis univariable, en el cual se contrasta la existencia de diferencias significativas en la retribución cuando cada una de las variables independientes es considerada de forma individual.

Para llevar a cabo el análisis, cuando la variable explicativa es dicotómica, se realiza un contraste de medias entre los dos grupos resultantes. Cuando se trata de variables continuas, se han formado tres grupos de consejeros utilizando como puntos de corte los terciles de la variable en cuestión y a continuación se ha aplicado un análisis ANOVA.

Por otro lado, estos contrastes se han realizado sobre la muestra total y posteriormente se han replicado eliminando de la muestra los consejeros ejecutivos dado el comportamiento diferencial que presenta su retribución.

Tabla 4: Contrastes de medias entre submuestras (t-Student)

MUESTRA TOTAL				CONSEJEROS EXTERNOS		
	N	Media	t	N	Media	t
GENDER						
Mujer	138	155,77	-4,14***	130	99,25	-2,40***
Hombre	970	328,65		791	124,95	
FOREIGN						
Extranjero	119	214,95	-2,54**	106	111,18	-0,92
Español	877	332,91		705	128,40	
MASTER						
Si	363	310,13	-0,75	301	118,22	-0,98
No	529	347,50		437	131,29	
PHD						
Si	154	246,98	-2,22**	138	157,74	1,42
No	738	350,10		600	118,65	
INTRAINING						
Si	319	309,70	-0,75	275	132,07	0,61
No	565	348,22		456	123,74	
EXEC						
Ejecutivo	187	1222,21	11,05***			
Externo	923	122,69				

*** Indica nivel de significación inferior al 1%

** Indica nivel de significación entre el 1% y el 5%

* Indica nivel de significación entre el 5% y el 10%

Tabla 5: Contrastes de medias entre submuestras (Análisis de la varianza)

MUESTRA TOTAL					CONSEJEROS EXTERNOS			
	N	MEDIA	F	Post-hoc ^a	N	MEDIA	F	Post-hoc ^a
SIZE								
Group 1	344	129,79	31,47***	1<2***	286	65,90	24,99***	1<2***
Group 2	359	247,55		1<3***	300	130,17		1<3***
Group 3	369	514,82		2<3***	307	167,55		2<3**
ROE								
Group 1	350	186,44	10,59***	1<2***	298	87,02	10,99***	1<2***
Group 2	348	424,19		1<3**	286	156,54		1<3**
Group 3	360	299,28		2>3*	299	127,12		2>3*
BLOCK								
Group 1	372	378,73	3,95**	1>2**	310	151,22	7,12***	1>2***
Group 2	362	248,22		1>3*	310	98,21		1>3**
Group 3	358	268,37			290	115,41		
INDEP								
Group 1	402	206,85	14,09**	1<3***	340	98,68	13,07***	1<3***
Group 2	364	265,38		2<3***	300	108,10		2<3***
Group 3	344	471,07			283	167,02		
AGE								
Group 1	182	476,86	0,864		140	113,96	2,97*	1<3*
Group 2	200	373,62			170	145,99		
Group 3	188	373,09			163	171,04		
TIMEBOARD								
Group 1	325	209,20	12,51***	1<3***	283	103,07	8,51***	1<3***
Group 2	332	270,31		2<3***	276	113,70		2<3***
Group 3	333	468,44			259	162,78		
QUOTEDBOARD								
Group 1	438	217,09	13,94***	1<3***	351	104,75	4,36***	1<3***
Group 2	185	253,53		2<3***	159	133,62		
Group 3	367	467,93			308	145,12		

^a Resultados basados en el ontraste de Scheffé si se acepta hipótesis nula de igualdad de varianzas entre grupos o contraste de Games-Howell si se rechaza.

***Indica nivel de significación inferior al 1%

**Indica nivel de significación entre el 1% y el 5%

*Indica nivel de significación entre el 5% y el 10%

Como puede observarse en la tabla 3, existe una gran diferencia (significativa estadísticamente al 1%) entre la retribución en metálico percibida por los consejeros ejecutivos, cuya media se sitúa en 1.222.000 euros y la percibida por los consejeros externos, cuya media se sitúa en 122.690 euros. La gran diferencia observada en su cuantía, así como en su composición justifica, pues, que se repliquen los análisis considerando solo los consejeros externos.

Sin embargo, al realizar el análisis univariante, los resultados mostrados en las tablas precedentes, indican que las variables que vendrían a explicar las diferencias en las retribuciones percibidas por los consejeros son similares cuando se considera la muestra total y cuando se consideran únicamente los consejeros externos. Así, en ambos casos, se observan diferencias en las retribuciones atendiendo al sexo (mayor remuneración para los hombres), el

tiempo de permanencia en el consejo, el número de consejos de los que se ha formado parte previamente, el tamaño de la empresa, la rentabilidad, el grado de concentración de la propiedad y el porcentaje de miembros independientes en el consejo. Concretamente, cuanto mayor es el tamaño de la empresa, mayor el porcentaje de independientes en el consejo y mayor la experiencia del consejero, mayor es la remuneración percibida. En el caso de la rentabilidad, la relación parece más bien curvilínea, siendo mejor pagados los consejeros pertenecientes a empresas situadas en el grupo central. Atendiendo a la concentración de la propiedad, son las empresas pertenecientes al grupo con propiedad más dispersa las que muestran un comportamiento diferencial, pagando mayores retribuciones a sus consejeros. Todas estas relaciones se observan tanto para la muestra total como para la muestra de consejeros externos.

Solo las variables PHD, FOREIGN y AGE parecen tener diferente poder explicativo según se considere la muestra total o solo el grupo de consejeros externos. Así, el hecho de poseer el título de doctor y ser de nacionalidad extranjera influye negativamente en la retribución cuando se considera la muestra total, pero sin embargo no influye significativamente cuando se considera solo el grupo de externos. Es posible que la influencia de estas variables, al considerarlas de forma aislada, este recogiendo en realidad el efecto de la variable tipo de consejero. De hecho, se observa que hay una mayor presencia de extranjeros y de profesionales con el título de doctor entre los consejeros externos (véase la tabla de correlaciones).

Por otro lado, atendiendo a la variable edad del consejero (AGE), se observan diferencias significativas entre grupos cuando se utiliza la muestra de consejeros externos (son los de mayor edad, los que cobran más), pero no cuando se incluyen también los ejecutivos.

5. METODOLOGÍA Y RESULTADOS

Metodología: modelos multinivel

Los modelos jerárquicos o multinivel permiten analizar datos cuando los casos están agrupados en unidades de información más amplias y se toman medidas tanto en el nivel más bajo (los casos) como en los niveles más altos (los grupos) (Pardo et al., 2007). En nuestro caso, tenemos observaciones tanto a nivel de individuo (variables sobre el perfil de los consejeros) como a nivel de empresa (o de consejo) que harían referencia a los grupos. Cuando se llevan a cabo investigaciones que incluyen variables medidas en diferentes niveles de análisis, los investigadores explícitamente están reconociendo que las unidades de nivel inferior, tales como individuos, están agrupadas en colectivos de mayor nivel tales como equipos (Aguinis et al. 2013).

Una de las características de las estructuras jerárquicas es que los individuos de un mismo grupo (en nuestro caso los consejeros de una misma empresa o consejo) cabe esperar que sean más parecidos entre sí que los individuos de los otros grupos. Esto implica que los sujetos que pertenecen al mismo grupo no son, muy probablemente, independientes entre sí, lo que constituye un serio incumplimiento de un supuesto básico del modelo lineal general: la independencia entre observaciones. Por tanto, si se estiman regresiones convencionales en presencia de agrupaciones relevantes de los casos se violan supuestos importantes de la

regresión, muy en particular el de la independencia condicional de las observaciones y de los residuos de la estimación. Una solución a esta situación es el uso de modelos multinivel que permiten abordar este tipo de estructuras jerárquicas prestando atención a la covarianza existente en los datos teniendo en cuenta la dependencia existente entre los sujetos del mismo grupo (Pardo et al. 2007). La naturaleza multinivel de los datos requiere que la dependencia entre observaciones se considere tanto conceptualmente como analíticamente (Snijders y Bosker, 2012).

Los modelos multinivel consisten, en esencia, en varios modelos de regresión, uno para cada nivel de análisis, de tal forma que se ajustan mejor a los datos (Martínez-Garrido y Murillo, 2014). Como principales ventajas del análisis multinivel en contraposición con métodos tradicionales, Martínez-Garrido y Murillo (2014) apuntan las siguientes:

- Modela simultáneamente diferentes niveles de variación (por ejemplo, individuo y empresa). Esto permite saber qué proporción de la variación de la variable dependiente se debe a características propias del individuo (nivel 1) y cuál a características de la empresa (nivel 2).
- Estima el efecto principal sobre la variable dependiente que tiene cada variable o un conjunto de variables.
- Permite que tanto la constante como la pendiente varíen libremente entre los diferentes grupos.

No obstante, a pesar de su relevancia y adecuación, y que el hecho de ignorar la jerarquía de los datos implica asumir graves riesgos teóricos y técnicos, los modelos multinivel no han sido muy utilizados, lo que puede deberse a la dificultad de obtención de datos en algunos casos para todos los niveles. Por tanto, integrar micro y macro niveles de análisis es una de las mayores oportunidades en el campo del management (Aguinis et al. 2011). Concretamente existe un interés en integrar teorías que explican y predicen fenómenos a nivel de individuo, equipo y organización. Por todo ello, el presente estudio utiliza técnicas multilevel para la estimación de los modelos.

La siguiente ecuación (en aras de su simplificación incluye una variable explicativa) recoge el modelo general donde el subíndice i hace referencia a cada individuo y el subíndice j se refiere a cada uno de los grupos en los que se agrupan los individuos (en nuestro caso hablaremos de individuos y empresas/consejos respectivamente).

$$Y_{ij} = \beta_{0j} + \beta_{1j}x_{ij} + e_{ij} \quad (1)$$

Donde Y es la variable dependiente (en nuestro caso la remuneración de los consejeros medida en logaritmos⁹); β_{0j} es la constante o intersección; β_{1j} representa la pendiente de la recta de regresión, es decir, es el cambio que el modelo pronostica en la variable dependiente

⁹ Para la estimación de los modelos multivariantes, tal y como suele realizarse en otros trabajos (Fernandes et al., 2013; Marchetti and Stefanelli, 2009; Mallin et al., 2015), se utiliza la transformación logarítmica de la variable dependiente (LNCASHREM) con el fin de reducir el nivel de heterocedasticidad de la misma.

(Y) por cada unidad que aumenta la variable independiente (X); x_{ij} es la variable independiente. Finalmente, e_{ij} representa el error asociado a cada pronóstico individual, es decir, la diferencia existente entre la remuneración real de cada individuo y la pronosticada por el modelo.

Tanto la intersección como la constante aparecen acompañadas del subíndice j, lo que indica que el modelo permite a cada grupo (empresa) tener su propia intersección y su propia pendiente. En los modelos multinivel, los parámetros β_{0j} y β_{1j} no se interpretan como constantes fijas sino como variables cuyos valores pueden cambiar de una empresa a otra.

$$\beta_{0j} = \beta_0 + u_{0j} \quad (2)$$

$$\beta_{1j} = \beta_1 + u_{1j} \quad (3)$$

Donde β_0 es la intersección media para el conjunto de empresas y u_{0j} representa la variabilidad de cada empresa respecto a esa media. Del mismo modo, el término β_{1j} está formado por una parte fija, que es la pendiente media para el conjunto de empresas β_1 y una parte aleatoria u_{1j} que refleja la variabilidad de las pendientes entre las distintas empresas.

Hay que indicar que para que el coeficiente β_0 (la constante o intersección) tenga un significado claro es habitual re-escalar los valores de las variables independientes, lo que se consigue restando a cada valor de cada variable independiente su media, es decir, se usan las puntuaciones diferenciales o centradas en lugar de las directas. De este modo, el coeficiente β_0 se convierte en la media de la variable dependiente. Siguiendo estas recomendaciones, en los modelos estimados se han utilizado las variables independientes centradas, a excepción de las variables dummies que se han incorporado directamente en los modelos sin centrar.

Sustituyendo las expresiones (2) y (3) en (1), obtenemos la expresión general del modelo multinivel:

$$Y_{ij} = \beta_0 + \beta_1 x_{ij} + u_{0j} + u_{1j} x_{ij} + e_{ij} \quad (4)$$

Lo que distingue esta función de los modelos lineales estándar de regresión es la presencia de más de un residuo, es decir, la clave se sitúa en la estructura de la parte aleatoria del modelo ($u_{0j} + u_{1j} x_{ij} + e_{ij}$). Esta especificidad implica la necesidad de utilizar procedimientos especiales de estimación de los parámetros (Goldstein, 1995)¹⁰. En la parte fija del modelo, las variables pueden ser medidas en cualquier nivel (individuo o empresa).

Finalmente a partir de este modelo general, se calculan diferentes modelos según se incluya sólo el término constante, o se añadan variables de nivel 1, nivel 2, o ambos, así como según se considere que lo que varía entre empresas es sólo la constante de la regresión o se considere también variabilidad en las pendientes. Para un mayor desarrollo de cada uno de

¹⁰ Los modelos multinivel se estiman por Máxima Verosimilitud, mientras que los modelos de un solo nivel suelen estimarse por Mínimos Cuadrados Ordinarios. La Máxima Verosimilitud resulta en estimadores robustos, eficientes asintóticamente y consistentes cuando se trabaja con grandes muestras en grupos de diferentes tamaños (Titus, 2004).

estos modelos y su implementación con SPSS, tal y como se ha utilizado en el presente trabajo, se puede consultar Pardo et al. (2007).

Resultados

La tabla 3 recoge los resultados de los diferentes modelos multinivel estimados. El primero de ellos (Model 1) es el denominado *modelo incondicional o nulo* que es el modelo multinivel más simple posible obtenido eliminando todo lo relacionado con las variables independientes. El siguiente modelo (Model 2) incorpora solo variables explicativas de nivel 2 (empresa) y el Model 3 incorpora variables explicativas de los niveles 1 (individuo)¹¹ y 2 (empresa)¹².

Tabla 6: Modelos Multinivel

Level and Variable	MUESTRA TOTAL			CONSEJEROS EXTERNOS		
	Model 1	Model 2	Model 3	Model 1	Model 2	Model 3
Intercept	4,7805***	4,8399***	4,4946***	4,3722***	4,4396***	4,7831***
Level 2						
SIZE		0,2455***	0,2193***		0,2383***	0,2174***
BLOCK		0,0011	0,0007		0,0009	0,0017
INDEP		0,0059	0,0086*		0,0052	0,0084*
ROE		0,0573	0,0453		0,1073	0,0700
Level 1						
EXEC			2,1473***			
GENDER			-0,1001			-0,0516
FOREIGN			-0,1729**			-0,1647**
MASTER			-0,0115			-0,0086
PHD			-0,2810			0,0016
INTTRAINING			0,0402			0,0565
TIMEBOARD			0,0164***			0,0189***
QUOTEDBOARD			0,0300***			0,0239***
Variance Components						
Within-firm (L1) variance	1,015***	1,0106***	0,3034***	0,2688***	0,2739***	0,1981***
Intercept (L2) variance	0,604***	0,3618***	0,2878***	0,6338***	0,4196***	0,3796***
ICC	37,31%	26,36%	48,68%	70,36%	60,50%	65,71%
-2log Likelihood	3184,45	3010,39	1574,25	1596,781	1526,26	1088,26

*** Indica nivel de significación inferior al 1%

** Indica nivel de significación entre el 1% y el 5%

* Indica nivel de significación entre el 5% y el 10%

¹¹ La variable edad no se ha incluido en los modelos puesto que conllevaba la pérdida de muchas observaciones.

¹² Aunque no aparecen recogidos en la tabla también se han realizado pruebas incluyendo variables dummy sectoriales, para controlar el efecto sector. Los resultados no varían.

En relación con el modelo nulo, se recoge en la tabla el valor estimado de la constante que es el único parámetro de efectos fijos que se incorpora en este modelo. Se trata de una estimación de la media poblacional de la variable dependiente (LNCASH) de las 90 empresas y lógicamente su valor es significativamente distinto de 0. Pero lo realmente informativo de este modelo es la estimación de los parámetros de la covarianza, es decir, la estimación de los parámetros asociados a los efectos aleatorios del modelo. La varianza interempresa (0,604) indica cuánto varía la remuneración de los consejeros entre empresas, mientras que la varianza de los residuos indica cuánto varía la remuneración dentro de cada empresa (1,015).

Teniendo en cuenta estos datos, podemos calcular que la variabilidad entre las empresas representa el $(0,604/1,015+0,604) = 0,3731$ (37,31%) de la variabilidad total. Es decir, de la variabilidad total de la variable dependiente (retribución) una parte sustancial corresponde a la diferencia entre las medias de las empresas. Este coeficiente (37,31%) es el coeficiente de correlación intraclase (ICC) y representa el grado de variabilidad existente entre las empresas en comparación con la variabilidad existente entre los individuos de una misma empresa. Para contrastar que la varianza poblacional del factor empresa vale cero se utiliza el estadístico Z de Wald que, en este caso nos indica para un nivel de significación inferior al 1%, que la retribución media no es la misma en todas las empresas.

Constatada la existencia de una variación significativa entre empresas, en el siguiente paso se utilizan variables de nivel 2, es decir, variables relativas a la empresa, con objeto de analizar en qué medida pueden explicar dicha variabilidad. De las diferentes variables de nivel 2, solo la influencia del tamaño de la empresa resulta estadísticamente significativa. Diversos trabajos documentan que el tamaño de la empresa es la variable de mayor importancia para explicar el nivel de compensación de los consejeros. Los consejeros de empresas grandes reciben una mayor compensación puesto que el valor total que pueden generar con sus decisiones es mayor (Linn y Parck, 2005). Los resultados obtenidos también están en línea con otros estudios para el caso español, como los de Ortín (1997), Álvarez y Neira (2001) o Arrondo et al. (2008), entre otros, en los que también se pone de manifiesto una relación positiva entre el nivel de retribuciones y el tamaño de la empresa.

Como puede observarse en la tabla, la variación entre empresas se ha reducido sustancialmente al considerar las variables explicativas de nivel 2, pasando de 0,604 a 0,3618. Los valores del ICC, indican que después de controlar por las variables de nivel 2, todavía el 26,36% de la variabilidad total es debida a diferencias entre las medias de las empresas.

Para explicar la variabilidad en la remuneración percibida por los consejeros de una misma empresa es preciso introducir variables de nivel 1, puesto que las variables de nivel 2 adoptan el mismo valor para todos los consejeros de una misma empresa. Al introducir las variables de nivel 1, se observa que solo algunas de ellas resultan estadísticamente significativas. Concretamente, los resultados indican que la remuneración es mayor para los consejeros ejecutivos, para aquellos cuya antigüedad como miembros del consejo es mayor y para los que han participado en más consejos. Los resultados también indican que los consejeros de nacionalidad española cobran más que los extranjeros.

No se observa, sin embargo, influencia significativa de ninguna de las variables relacionadas con la formación de los consejeros. Por tanto, y en cuanto a lo que se refiere a cualificación, parece que son aspectos relacionados con la experiencia como la antigüedad y el interlocking, los que se valoran positivamente en términos de remuneración.

Por otro lado, los resultados indican que al controlar por todas las variables explicativas simultáneamente, se obtiene cierta evidencia de que un mayor porcentaje de miembros independientes en el consejo influye positivamente en la retribución, lo que contradice la hipótesis formulada. Sin embargo, resultados similares han sido observados por autores como Ryan et al. (2004) o Adams y Ferreira (2009).

Los parámetros estimados de la covarianza indican que la incorporación de variables explicativas de nivel 1 ha reducido la variabilidad intraempresa de 1,01 a 0,303, es decir, un 70%. El modelo estimado considera que la relación entre las variables de nivel 1 y la variable dependiente es homogénea para todas las empresas (misma pendiente). Para comprobar si las pendientes variaban entre empresas, se estimó un modelo de coeficientes aleatorios, cuyos resultados no se presentan, el cual indicaba que solo el coeficiente de la variable EXEC parecía variar entre empresas.

Como puede observarse en la tabla, las estimaciones de los modelos utilizando solo los datos correspondientes a consejeros externos, arrojan resultados muy similares en cuanto a las variables explicativas de la remuneración. En cuanto a las estimaciones de los parámetros de la covarianza, éstas indican que cuando se eliminan de la muestra los consejeros ejecutivos se reduce de forma muy importante la variabilidad intraempresa, suponiendo la variabilidad interempresa, más de la mitad de la variabilidad total.

6. CONCLUSIONES

La retribución de los consejeros y directivos en las grandes empresas cotizadas ha generado un intenso debate en la práctica y en la literatura económica. La crisis económica y los escándalos corporativos han producido indignación pública, han estimulado la discusión acerca de la compensación percibida por estos profesionales y, como consecuencia, una mayor transparencia está siendo exigida a las empresas.

La opacidad que tradicionalmente ha existido sobre la remuneración individualizada de los miembros del consejo de administración ha dificultado la realización de análisis detallados sobre sus cuantías y factores determinantes. Así, en el ámbito académico, aunque existe amplia literatura sobre la retribución del CEO, han sido pocos los trabajos desarrollados sobre los factores que explican los niveles de compensación de los miembros del consejo de administración.

La Orden ECC/461/2013 implementó, por primera vez en España, la obligación de utilizar un modelo unificado para la publicación de información individualizada sobre las retribuciones de los miembros de los consejos de administración de las sociedades cotizadas. En este contexto, y aprovechando la información que publican actualmente las compañías cotizadas sobre la remuneración individual de los miembros del consejo de administración, el objetivo del

presente trabajo ha sido analizar los factores determinantes de la retribución percibida por los consejeros de las sociedades cotizadas españolas.

Nuestra investigación se apoya en la Teoría de la Agencia y en la Teoría del Capital Humano, contrastando la influencia que sobre la retribución ejercen variables a nivel de empresa (tamaño, performance y mecanismos de gobierno) pero también variables de individuo como su cualificación o experiencia, escasamente analizadas en la literatura. Para llevar a cabo los contrastes se ha utilizado el análisis multilevel, lo cual constituye una novedad en este campo. Dicha metodología resulta idónea puesto que permite incorporar en los modelos de forma simultánea variables a nivel de empresa y a nivel de individuo (consejero), lo cual fortalece el análisis realizado.

Utilizando una muestra de 1110 observaciones a nivel de consejero (correspondientes a 91 empresas españolas cotizadas) se constata que el nivel de retribución de los consejeros viene determinado tanto por factores relativos a la compañía como por características demográficas de los individuos.

Los resultados evidencian que el tamaño de la empresa es la variable que de forma más importante explica la variación de la remuneración entre empresas. Este resultado es concordante con la literatura previa (Brick et al., 2006; Arrondo et al. 2008; Adams et al., 2009; Andreas et al., 2012 entre otros) e indica que cuanto mayor es la empresa y, por tanto, mayor su complejidad, mayor es la remuneración que perciben los miembros del consejo de administración.

Con respecto al perfil de los consejeros, se constata que la antigüedad y la experiencia son factores clave en la remuneración de los consejeros, mientras que otras características personales como la formación, por ejemplo, no parecen ser determinantes de la remuneración de los consejeros. Por lo tanto, las empresas parecen valorar principalmente la experiencia de los consejeros, ya sea dentro de la misma compañía o en los consejos de otras empresas.

El presente trabajo supone un primer esfuerzo para arrojar algo de luz sobre los factores determinantes de la retribución de los consejeros aprovechando la nueva información individualizada que deben publicar las empresas españolas cotizadas en los Informes Anuales sobre Remuneraciones. Futuros análisis que incorporen un mayor número de periodos y consideren nuevas variables explicativas permitirán ahondar en esta cuestión y dilucidar la racionalidad (o no) de las retribuciones de los consejeros.

7. BIBLIOGRAFÍA

- Adams, R. B. (2005). What do Boards do? Evidence from Board Committee and Director Compensation Data. SSRN Working Paper Series.
- Adams, R.B. & Ferreira, D. (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of financial economics*, 12, 167-156
- Aguinis, H., Boyd, B. K., Pierce, C. A., & Short, J. C. (2011). Walking new avenues in management research methods and theories: Bridging micro and macro domains. *Journal of Management*, 37(2), 395-403.

- Aguinis, H., Gottfredson, R. K., & Culpepper, S. A. (2013). Best-practice recommendations for estimating cross-level interaction effects using multilevel modeling. *Journal of Management*, vol. 39 (6), 1490-1528.
- Ahn, S., & Shrestha, K. (2013). The differential effects of classified boards on firm value. *Journal of Banking & Finance*, 37(11), 3993-4013.
- Alvarez, 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*, volumen 7, número 1, 71-86.
- Andreas, J. M., Rapp, M. S., & Wolff, M. (2012). Determinants of director compensation in two-tier systems: evidence from German panel data. *Review of managerial science*, 6(1), 33-79.
- Arrondo, R., Fernández, C., & Fernández, E.(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.
- Barkema, H. G., & Gomez-Mejia, L. R. (1998). Managerial Gompensation and Firm Performance: A General Research Framework. *Academy of Management journal*, 41(2), 135-145.
- Bebchuk, L. A., & Fried, J. M. (2004). *Stealth compensation via retirement benefits* (No. w10742). National Bureau of Economic Research.
- Bebchuk, L. A., Fried, J. M., & Walker, D. I. (2002). *Managerial power and rent extraction in the design of executive compensation* (No. w9068). National bureau of economic research.
- Becher, D. A., Campbell II, T. L., & Frye, M. B. (2005). Incentive compensation for bank directors: The impact of deregulation. *The Journal of Business*, 78(5), 1753-1778.
- Becker, G. S. (1964). Human capital theory. *Columbia, New York*.
- Bøhren, Ø., & Staubo, S. (2016). Mandatory gender balance and board independence. *European Financial Management*, 22(1), 3-30.
- Boone, A. L., Field, L. C., Karpoff, J. M., & Raheja, C. G. (2007). The determinants of corporate board size and composition: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 85(1), 66-101.
- Boyd, B. K. (1994). Board control and CEO compensation. *Strategic Management Journal*, 15(5), 335-344.
- Brick, I. E., Palmon, O., & Wald, J. K. (2006). CEO compensation, director compensation, and firm performance: Evidence of cronyism?. *Journal of Corporate Finance*, 12(3), 403-423.
- Chhaochharia, V., & Grinstein, Y. (2009). CEO compensation and board structure. *The Journal of Finance*, 64(1), 231-261.
- Coles, J. L., Daniel, N. D., & Naveen, L. (2008). Boards: Does one size fit all?. *Journal of financial economics*, 87(2), 329-356.
- Cordeiro, J., Veliyath, R., & Eramus, E. (2000). An empirical investigation of the determinants of outside director compensation. *Corporate Governance: An International Review*, 8(3), 268-279.
- Elston, J. A., & Goldberg, L. G. (2003). Executive compensation and agency costs in Germany. *Journal of Banking & Finance*, 27(7), 1391-1410.
- Ertugrul, M., & Hegde, S. (2008). Board compensation practices and agency costs of debt. *Journal of Corporate Finance*, 14(5), 512-531.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The Journal of Law & Economics*, 26(2), 301-325.
- Farrell, K. A., Friesen, G. C., & Hersch, P. L. (2008). How do firms adjust director compensation?. *Journal of Corporate Finance*, 14(2), 153-162.
- Fedaseyeu, V., Linck, J. S., & Wagner, H. F. (2015). Do Qualifications Matter? New Evidence on Director Compensation. *New Evidence on Director Compensation (November 19, 2015)*.
- Fich, E. M., & Shivdasani, A. (2005). The Impact of Stock-Option Compensation for Outside Directors on Firm Value. *The Journal of Business*, 78(6), 2229-2254.

- Finkelstein, S., & Boyd, B. K. (1998). How much does the CEO matter? The role of managerial discretion in the setting of CEO compensation. *Academy of Management journal*, 41(2), 179-199.
- Finkelstein, S., Hambrick, D. C., & Cannella, A. A. (2009). *Strategic leadership: Theory and research on executives, top management teams, and boards*. Oxford University Press, USA.
- Gómez-Mejía, L. R., & Marín, G. S. (2006). *La retribución y los resultados de la organización: investigación y práctica empresarial*. Pearson Educación.
- Guest, P. M. (2008). The determinants of board size and composition: Evidence from the UK. *Journal of Corporate Finance*, 14(1), 51-72.
- Hambrick, D. C., & Mason, P. A. (1984). Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers. *Academy of management review*, 9(2), 193-206.
- Hempel, P., & Fay, C. (1994). Outside director compensation and firm performance. *Human Resource Management*, 33(1), 111-133.
- Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (1988). The determinants of board composition. *The RAND Journal of Economics*, 589-606.
- Holderness, C. G. (2003). Joint ownership and alienability. *International Review of Law and Economics*, 23(1), 75-100.
- Horton, J., Millo, Y., & Serafeim, G. (2012). Resources or power? Implications of social networks on compensation and firm performance. *Journal of Business Finance & Accounting*, 39(3-4), 399-426.
- Horton, J., Millo, Y., & Serafeim, G. (2012). Resources or power? Implications of social networks on compensation and firm performance. *Journal of Business Finance & Accounting*, 39(3-4), 399-426.
- Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *the Journal of Finance*, 48(3), 831-880.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.
- Jensen, M. C., & Murphy, K. J. (1990). Performance pay and top-management incentives. *Journal of political economy*, 225-264.
- Johnson, S. G., Schnatterly, K., & Hill, A. D. (2013). Board Composition Beyond Independence Social Capital, Human Capital, and Demographics. *Journal of Management*, 39(1), 232-262.
- Klein, A. (1998). Firm performance and board committee structure 1. *The Journal of Law and Economics*, 41(1), 275-304.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of financial economics*, 58(1), 3-27.
- Lehn, K. M., Patro, S., & Zhao, M. (2009). Determinants of the size and composition of US corporate boards: 1935-2000. *Financial Management*, 38(4), 747-780.
- Linck, J. S., Netter, J. M., & Yang, T. (2008). The determinants of board structure. *Journal of Financial Economics*, 87(2), 308-328.
- Linn, S. C., & Park, D. (2005). Outside director compensation policy and the investment opportunity set. *Journal of Corporate Finance*, 11(4), 680-715.
- Linn, S. C., & Park, D. (2005). Outside director compensation policy and the investment opportunity set. *Journal of Corporate Finance*, 11(4), 680-715.
- Mallin, C., Melis, A., & Gaia, S. (2015). The remuneration of independent directors in the UK and Italy: An empirical analysis based on agency theory. *International Business Review*, 24(2), 175-186.
- Manzaneque Lizano, M., Merino Madrid, E., & Benegas Ochovo, R. (2011). Retribución y composición del Consejo de Administración: evidencia empírica para las empresas cotizadas españolas.
- Marchetti, P., & Stefanelli, V. (2009). Does the compensation level of outside director depend on its personal profile? Some evidence from UK. *Journal of Management & Governance*, 13(4), 325-354.

- Martínez-Garrido, C., & Murillo, F. J. (2014). Programas para la realización de Modelos Multinivel. Un análisis comparativo entre MLwiN, HLM, SPSS y Stata/Multilevel Analysis Software. A comparative study of MLwiN, HLM, SPSS and Stata. *REMA*, 19(2), 1-24.
- Mincer, J. (1974). Schooling, Experience, and Earnings. *Human Behavior & Social Institutions* No. 2.
- Minnick, K., & Zhao, M. (2009). Backdating and director incentives: money or reputation?. *Journal of Financial Research*, 32(4), 449-477.
- Murphy, K. J. (1999). Executive compensation. *Handbook of labor economics*, 3, 2485-2563.
- Ortín, P. (1997): Tamaño de la empresa y remuneración de los máximos directivos. *Revista de Economía Aplicada*, volumen 5, número 13, 109-126.
- Pardo, A., Ruiz, M.A. y San Martín, R. (2007): "Cómo ajustar e interpretar modelos multinivel con SPSS", *Psicothema*, 19 (2), pp. 308-321.
- Pfeffer, J., & Salancik, G. R. (1978). The external control of organizations: A resource dependence approach. *NY: Harper and Row Publishers*.
- Ryan, H. E., & Wiggins, R. A. (2004). Who is in whose pocket? Director compensation, board independence, and barriers to effective monitoring. *Journal of Financial Economics*, 73(3), 497-524.
- Ryan, H. E., & Wiggins, R. A. (2004). Who is in whose pocket? Director compensation, board independence, and barriers to effective monitoring. *Journal of Financial Economics*, 73(3), 497-524.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1986). Large shareholders and corporate control. *The Journal of Political Economy*, 461-488.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The journal of finance*, 52(2), 737-783.
- Snijders, T. A., & Bosker, R. J. (2012). Multilevel analysis.
- Vafeas, N. (1999). Determinants of the adoption of director incentive plans. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 14(4), 453-474.
- Vivas, L, García, J., Martínez, M., & Pujol, C. P. (2013). Análisis de las retribuciones del Consejo y la Alta Dirección en las empresas cotizadas españolas durante el período 2005-2010. *Revista de contabilidad y dirección*, (17), 101-118.
- Weisbach, M. S. (1988). Outside directors and CEO turnover. *Journal of financial Economics*, 20, 431-460.
- Wintoki, M. B. (2007). Corporate boards and regulation: The effect of the Sarbanes–Oxley Act and the exchange listing requirements on firm value. *Journal of Corporate Finance*, 13(2), 229-250.
- Yermack, D. (2004). Remuneration, retention, and reputation incentives for outside directors. *The Journal of Finance*, 59(5), 2281-2308.
- Young, M. N., Peng, M. W., Ahlstrom, D., Bruton, G. D., & Jiang, Y. (2008). Corporate governance in emerging economies: A review of the principal–principal perspective. *Journal of management studies*, 45(1), 196-220.
- Zahra, S. A., & Pearce, J. A. (1989). Boards of directors and corporate financial performance: A review and integrative model. *Journal of management*, 15(2), 291-334.

