
EL DISEÑO DE LA RETRIBUCIÓN DE LOS DIRECTIVOS Y SU EFECTO SOBRE LOS RESULTADOS EMPRESARIALES

.....
EVA M.º AGUILAR PASTOR (*)

Departamento de Organización de Empresas. *Universidad Complutense de Madrid*

LA ACTUAL CONCEPCIÓN DE LA DIRECCIÓN ESTRATÉGICA FUNDAMENTADA EN LA COMBINACIÓN DE LA PERSPECTIVA DE MERCADO CLÁSICA Y LA PERSPECTIVA INTERNA PARECE INDICAR QUE EL ÉXITO DE LAS EMPRESAS DEPENDE, CADA

131

vez en mayor medida, de la aptitud de la organización para desarrollar recursos y capacidades sobre los que sustentar la ventaja competitiva. Bajo este enfoque, el capital humano desarrollado por el personal de la empresa puede considerarse como un activo intangible sobre el que basar la diferenciación de la organización, constituyéndose así en un elemento fundamental en el proceso de obtención de rentas económicas.

Debido a dicho fenómeno, la concepción del área de Recursos Humanos, tra-

dicionalmente considerada como una función puramente administrativa, ha sufrido un cambio profundo en los últimos años, hasta el punto de que, en nuestros días, ha pasado a jugar un papel fundamental, no sólo en la implantación de estrategias, sino también en su formulación. Así, hoy en día se habla, ya no de Función de Personal, sino de Dirección Estratégica de Recursos Humanos, en un intento de reflejar, con esta nueva denominación, la convicción de que el director de recursos humanos debe integrarse en la Dirección Estratégica de la empresa, participando

de forma activa en el proceso de toma de decisiones, al mismo nivel que los responsables de las distintas áreas funcionales. Se piensa en un departamento de recursos humanos que no sólo busque la coordinación y congruencia entre las distintas funciones que le son propias (selección, formación, reclutamiento, motivación, ...), sino que, además, se preocupe por encontrar un vínculo entre dichas prácticas y la estrategia corporativa de la empresa.

Dentro de este contexto hemos acotado el objeto de nuestro estudio a una

CUADRO 1
ESTUDIOS SOBRE DETERMINANTES DE LA RETRIBUCION DIRECTIVA

Factor determinante	Medida utilizada	Estudios
Grado de Concentración del Poder	Estructura de Propiedad (% de Capital que posea cada grupo)	Allen (1981) Tosi, Gómez-Mejía y Hinkin (1987) Kroll et al (1997)
Estrategia Corporativa	Empresas agrupadas según la clasificación de Miles y Snow	Murthy y Salter (1975) Balkin y Gómez-Mejía (1987b) Veliyath et al (1994) Valle et al (1996)
Rentabilidad	Rendimientos Anormales ROE Ganancias por Acción ROA	Lewellen y Huntsman (1970) Masson (1971) Murthy y Salter (1975) Allen (1981) Coughlan y Schmidt (1985) Murphy (1985;1986a;1986b) Antle y Smith (1986) Kerr y Bettis (1987) O'Reilly et al (1988) Gibbons y Murphy (1990) Jensen y Murphy (1990a) Ely (1991) Kim y Suh (1993) Sloan (1993) Conyon y Leech (1994) Williams (1994) Boschen y Smith (1995) Firth et al (1996) Griner (1996) Tevlin (1996) Kroll et al (1997)
Tamaño de la Empresa.....	Cifra de Ventas	Lewellen y Huntsman (1970) Masson (1971) Yarrow (1972) Agarwal (1981)1 Allen (1981) Deckop (1988) O'Reilly et al (1988) Kroll et al (1990)2 Conyon y Leech (1994) Firth et al (1996)
Características:	Edad, antigüedad en puesto, acciones en poder del directivo, oportunidades de inversión en la empresa, sector, riesgo, etc...	Agarwal (1981) Murphy (1986b) Lambert y Larcker (1987) Lewellen et al (1987) Deckop (1988) O'Reilly et al (1988) Leonard (1990) Henderson et al (1996)3 Stroh et al (1996)4 Watson et al (1996) Pérez Santana (1997)

FUENTE: Elaboración propia.

de las funciones propias de la Dirección de Recursos Humanos, la remuneración, y a un grupo específico de trabajadores, el equipo directivo. Nuestro objetivo básico será por tanto

conocer cómo las decisiones relacionadas con el diseño del paquete de compensación de los directivos pueden afectar al desenvolvimiento de la empresa.

Aunque son muchos los estudios que han tratado el tema de la compensación directiva, es posible agrupar la mayoría de ellos en dos grandes bloques. El primero incluiría aquellos trabajos (estudios

centraba en la búsqueda de la ventaja competitiva a través de un posicionamiento en el mercado, se ha visto alterado por completo, al sustituir esa perspectiva puramente de mercado por una de competencias esenciales (Aaker, 1989; Prahalad y Hamel, 1990). En la base de estos cambios se encuentra la Teoría de Recursos y Capacidades (Penrose, 1959; Montgomery, 1996) que propone como nuevo procedimiento para competir aquel consistente en ir generando combinaciones de recursos y capacidades que logren, no sólo obtener competencias esenciales que sirvan de base para la creación de la ventaja competitiva, sino también desarrollar y mantener dichas competencias en el tiempo, asegurándose así la obtención de rentas superiores en el mercado (Collis *et al*, 1995; Montes Peón, 1996).

Entre los recursos y capacidades que pueden ser base de ventaja competitiva resultan más interesantes aquellos que por sus condiciones de durabilidad, no transferibilidad y no replicabilidad sean más fáciles de proteger de la competencia, así como aquellos que debido a su ambigüedad causal y especificidad, faciliten a la empresa el proceso de apropiación de rentas (Rumelt, 1987; Barney, 1991; Grant, 1991; Peteraf, 1993; Harvey y Lusch, 1997). En este sentido parece existir un cierto acuerdo entre los autores (Coyne, 1986; Porter, 1991; Hall, 1992; Cuervo, 1993; Martín, 1993; Mahoney, 1995) al señalar que son los recursos intangibles los que mejor cumplen cada una de esas características y que, por lo tanto, son esos recursos los que hay que acumular y desarrollar de forma prioritaria.

Podemos afirmar que el capital humano (2) desarrollado por los directivos de la empresa es un intangible potencialmente generador de ventaja competitiva, ya que cumple satisfactoriamente cada una de las características de evaluación de recursos y capacidades. Así, el capital humano del directivo es durable, ya que lejos de depreciarse permanece y mejora con el paso del tiempo; es difícilmente transferible, ya que, al tratarse de un recurso idiosincrásico (Lado y Wilson, 1994) y coespecializado, su transmisión en el mercado podría generar altos costes de transacción; es difícilmente imita-



ble ya que se trata de un intangible complejo y genera ambigüedad causal al construirse a través de complejas interacciones entre los principales agentes de la empresa; y, por último, genera cuasi-rentas expropiables al ser un activo específico (Arruñada, 1996, página 80; Harris y Helfat, 1997) cuyo valor depende de la continuidad de la relación contractual.

Sin embargo, aunque dicho recurso pueda considerarse como un activo intangible potencialmente válido para sustentar ventajas competitivas, en ocasiones resulta difícil de defender del ataque de la competencia ya que, a diferencia del resto de los recursos de la empresa, no se pueden ostentar derechos de propiedad sobre los Recursos Humanos. Por ello es necesario idear algún mecanismo de aislamiento específico para estos recursos dependientes de las personas, y en concreto pensamos que un correcto diseño del sistema de compensación podría constituirse en un instrumento útil para evitar la transferencia de directivos valiosos hacia las empresas de la competencia (3), limitando así la probabilidad de erosión de la ventaja competitiva (Williams y Livingstone, 1994) (4).

No obstante, el mantenimiento de los directivos en la empresa genera una serie de costes que hay que valorar e intentar minimizar. Nos referimos a los costes derivados de la relación de agen-

cia y, más en concreto, a aquellos que surgen como consecuencia del fenómeno de separación entre propiedad y control. Este fenómeno se produce en aquellas formas organizativas en las que son distintas las personas sobre las que recae la responsabilidad de la toma de decisiones, de aquellas que soportan el riesgo residual (Fama y Jensen, 1983). Como consecuencia se producen asimetrías de información, que unidas a las diferentes posiciones frente al riesgo (Eisenhardt, 1989; Wiseman y Gómez-Mejía, 1998) y las diferentes funciones de utilidad de directivos y propietarios, pueden derivar en costes de pérdida de control. Dicha pérdida de residual se debe a que, por un lado, los propietarios pueden encontrar dificultades para verificar si el directivo se comporta oportunamente (problema de observabilidad imperfecta), debido a que existe un conflicto de intereses y objetivos entre las dos partes del contrato y, simultáneamente, se producen asimetrías de información a favor del directivo, que le permiten guiar las decisiones de la empresa en la búsqueda de sus propios objetivos (problema de riesgo moral)(Holmström, 1979).

Por estos motivos se afirma que la separación entre propiedad y control genera costes de agencia derivados de los recursos utilizados por los propietarios para evitar la discrecionalidad del directivo (Jensen y Meckling, 1994; Demsetz, 1995).

Además de los mecanismos de control externos (el mercado de empresas, el mercado de trabajo de directivos y el mercado de capitales), existen mecanismos de control internos, tanto directos como indirectos, que pueden evitar la pérdida de residual derivada del oportunismo del directivo. La Teoría de la Agencia propone como mecanismo alternativo al control directo, poco útil en el caso del directivo, el diseño correcto del contrato entre principal y agente que consiga alinear intereses mediante la utilización de incentivos (Coughlan y Schmidt, 1985; Mikkelsen y Ruback, 1985; Tosi y Gómez-Mejía, 1989; Demsetz, 1990; Jensen y Murphy, 1990). Asimismo, se destaca que cuando no sea posible establecer un contrato que ligue totalmente los objetivos de unos con otros, será necesario establecer mecanismos de

control sobre los directivos, de forma que el nivel óptimo de control podría basarse en la magnitud de la diferencia que, tras la definición de los incentivos, todavía existiera entre los intereses de propietarios y directivos (Beatty y Zajac, 1994). Así, la teoría relega a un segundo plano y sólo si los incentivos no funcionan, el control directo sobre el directivo.

Ponemos así de manifiesto cómo el diseño del sistema de incentivos presente en el paquete de compensación de los directivos se constituye en un herramienta fundamental no sólo para controlar la masa salarial, sino también como un instrumento útil para asegurar el mantenimiento en la empresa del capital humano desarrollado por los directivos y por lo tanto defender la ventaja competitiva de la empresa, y, por último, como un mecanismo de control sobre la posible discrecionalidad del directivo, al considerar que otras herramientas de convergencia de intereses, tales como la supervisión directa o la normalización, no parecen tener cabida para este tipo de trabajadores, dada la flexibilidad y la no programabilidad que caracterizan el trabajo directivo.

De las aportaciones de ambos enfoques se desprende la relevancia del proceso encaminado al diseño del paquete de compensación de los directivos, poniéndose así de manifiesto que, lejos del tratamiento tradicional en el que dicho aspecto se abordaba desde un punto de vista puramente administrativo, esta función encomendada a la Dirección de Recursos Humanos requiere de una orientación fundamentada en la lógica propia de la Dirección Estratégica.

Determinadas así las razones que justifiquen nuestro interés por el estudio de la retribución directiva consideramos la importancia de analizar y proponer un modelo para el diseño de la compensación de los directivos. Dicho modelo se fundamentará en los estudios empíricos que sobre determinantes de la retribución han venido realizando diversos autores (cuadro 1) y en los principios de la Teoría de la Equidad. Asimismo, en un intento de complementar este enfoque eminentemente teórico con datos que nos acerquen a la realidad empresarial, dicho modelo se completará con las



opiniones que, respecto al diseño del paquete de compensación de los directivos, hemos recabado de los directores de recursos humanos de las empresas que constituyen la muestra de estudio. En la tabla de especificación de contenido (cuadro 3) quedan reflejados los fenómenos a los que se referían cada una de las preguntas del cuestionario.

LA EQUIDAD COMO PRINCIPIO ORIENTADOR

Todo el proceso de diseño debe estar impregnado por los principios propuestos por la Teoría de la Equidad, ya que si se consigue que los tres estén presentes en la política retributiva, el paquete de compensación de los directivos reflejará el nivel que ocupa el ejecutivo en la empresa, los estándares del sector y el rendimiento del directivo (Brindisi, 1984).

Dicha teoría se fundamenta en las comparaciones que los trabajadores realizan respecto al salario que perciben frente al recibido por otros individuos que les sirven de marco de referencia, y se instrumenta en tres principios:

■ Cuando dicha comparación se realiza respecto a trabajadores de la misma empresa estamos haciendo referencia al principio de equidad interna que da lugar a la búsqueda de soluciones a un

problema de estructura relacionado con la clasificación de unos empleos respecto de otros y la elaboración de la jerarquía de salarios correspondiente, de manera que puestos que impliquen exigencias similares tengan también asignadas retribuciones parecidas. La estructura de salarios ha sido el instrumento más utilizado como indicador de equidad interna.

■ Con el principio de equidad individual se pone de manifiesto que dos personas ocupando el mismo puesto no tienen que cobrar lo mismo si una tiene mejores resultados que la otra. La comparación, por lo tanto, se debe realizar no sólo en función de puesto de trabajo sino también en función de la contribución de cada empleado a la organización (5).

■ Cuando el punto de referencia de la comparación son trabajadores de otras empresas, el concepto asociado es el de eficiencia o competitividad externa, término que hace alusión a un problema de nivel cuya solución pasaría por responder a la pregunta relativa a dónde debe situarse la empresa respecto a sus competidores, ya que cada trabajador estará dispuesto a recibir el mismo salario que aquellos empleados que realizan trabajos similares en otras compañías. Así, es necesario analizar el mercado de trabajo antes de fijar los salarios, pues aquel es una referencia ineludible para

asegurar la competitividad externa del sistema de remuneración diseñado, ya que las empresas compiten en él para captar empleados.

Para poder realizar la comparación entre la estructura salarial de la empresa y la de la competencia será necesario contar con estos últimos datos, generalmente identificados a través de una encuesta salarial del mercado de referencia apropiado (según criterios geográficos, de tamaño de la empresa, del sector de actividad y/o las características de la fuerza de trabajo (6)).

Aceptamos que esos criterios son los que orientan toda la filosofía retributiva, tanto para fijar la cuantía a recibir por cada trabajador, así como para determinar cuáles son los componentes de la remuneración (retribución fija, retribución variable y compensación indirecta) y el peso relativo de cada uno de ellos.

Las preguntas 3, 4, 6 y 7 del cuestionario hacían referencia a la conveniencia de aplicación de los tres principios de equidad a la hora de determinar el paquete de compensación del directivo. En este sentido, mientras prácticamente el 91,6 por 100 de los directores de recursos humanos encuestados creen conveniente la utilización del criterio de equidad individual, el 71,4 por 100 realizan la misma afirmación respecto a la eficiencia externa y un 44 por 100 responden positivamente respecto a la aplicación de la equidad interna. Cuando se les preguntó si todos estos criterios deberían ser olvidados bastando con la fijación de la retribución a través de un proceso de negociación individual, la respuesta mayoritaria (92 por 100) fue negativa.

Una vez puestos de manifiesto los principios orientadores del proceso del diseño de la retribución, el mismo queda estructurado en dos fases diferenciadas (Osorio, 1983). La primera de ellas tiene por objetivo fijar la cuantía retributiva, esto es, la cantidad global que cada directivo va a percibir. En la segunda fase se determina la estructura de la compensación, esto es, cómo desglosar la cuantía en los distintos conceptos retributivos.



PRIMERA FASE: CUANTÍA RETRIBUTIVA

Para determinar la cantidad global que el directivo va a percibir el concepto de compensación se sigue una metodología que consta de dos etapas, a saber, determinación de la cuantía relativa y determinación de la cuantía absoluta.

Determinación de la cuantía relativa. Se trata de determinar la posición relativa que cada ejecutivo ocupa dentro de la jerarquía retributiva de la empresa. Para ello es necesario valorar la aportación de cada directivo al valor de la empresa a través del estudio de las características del puesto que ocupa, sus características personales y su rendimiento pasado, actual y previsto.

El sistema tradicional para asegurar la equidad interna ha sido la valoración de los puestos de trabajo, sin embargo, su aplicación a puestos directivos presenta ciertas peculiaridades que es necesario poner de manifiesto. En concreto, resulta difícil realizar la valoración y descripción exhaustiva del puesto de trabajo del directivo debido a la no programabilidad y flexibilidad de las tareas encomendadas a este tipo de trabajadores. Sin embargo, siempre será posible realizar un análisis de los factores referentes a capacidades, responsabilidades, esfuerzos y condiciones de trabajo, que recojan la naturaleza de dichas tareas.

Asimismo, sería posible realizar una valoración de cada individuo a través, ya no del puesto de trabajo, sino de las competencias actuales o potenciales que presenta, utilizando así el sistema de pago por competencias (7) como técnica alternativa a la remuneración en función del puesto de trabajo que permita asegurar el cumplimiento del criterio de equidad interna. De nuevo debido a la ambigüedad que caracteriza el trabajo directivo resultará más interesante definir competencias genéricas (perspectiva estratégica, juicio crítico, capacidad para tomar decisiones...) y no específicas, ya que las primeras se adaptan mejor a las situaciones en que no existen procedimientos estructurados.

Mientras la utilización de criterios de puesto de trabajo y de competencias sirven para instrumentar el objetivo de equidad interna, la utilización de criterios de rendimiento, actual y previsto, tienen como fin instrumentar el principio de equidad individual. El resultado final de la evaluación de rendimiento será una asignación de puntos para cada trabajador que, posteriormente, se concretará en el componente variable de la retribución.

En el caso directivo la valoración del rendimiento resulta especialmente interesante, ya que, debido al fenómeno de separación entre propiedad y control de la empresa, es necesario establecer algún tipo de control vía incentivos sobre los directivos, para ligar sus acciones a los objetivos de los propietarios. Si no se tuvieran en cuenta indicadores de rendimiento, no sólo se estaría incumpliendo el principio de equidad individual, con el consiguiente efecto negativo sobre la motivación de los directivos más responsables, sino que, además, el contrato de compensación no contaría con ningún elemento de control sobre la posible discrecionalidad del directivo.

Asimismo, es necesario recordar que, debido a la no programabilidad del trabajo directivo, las técnicas de control distintas a la remuneración, como la supervisión directa o el establecimiento de normas y procedimientos, no parecen tener cabida para ese grupo de trabajadores (Tosi y Gómez-Mejía, 1994 (8)). Así, si a diferencia del resto de los traba-

jadores, dichos mecanismos de control alternativos no son aplicables a los directivos, la incorporación de elementos de compensación variable aparece como un elemento fundamental en el paquete retributivo para el caso directivo.

Otra peculiaridad a este respecto es que, mientras para el resto de trabajadores puede bastar con medir rendimientos a corto plazo, para el caso directivo esto no resulta suficiente debido a que, como consecuencia de la naturaleza de las decisiones que toman, los resultados de sus acciones pueden no reflejarse en el corto sino en el largo plazo. Por lo cual la sensación de insatisfacción podría aumentar y producirse un efecto perverso si el directivo, que percibe que sólo se incentivan los resultados acaecidos en periodos inferiores a un año, pierde la visión a largo plazo, generándose una situación que le lleve a descuidar el diseño de acciones que favorezcan la supervivencia y el desarrollo futuro de la empresa (Bergman *et al*, 1990; Romero, 1996).

En la aplicación de estas técnicas al caso directivo y, debido a la naturaleza de su trabajo, resultará difícil encontrar un indicador que refleje fielmente su eficiencia, aunque se puedan utilizar aproximaciones. En primer lugar, se puede medir la eficiencia utilizando como indicador la actuación del directivo en función de técnicas de evaluación de desempeño (Deckop, 1987; Gómez-Mejía, 1994; Bushman *et al*, 1996). Aproximadamente el 80 por 100 de los directores de recursos humanos encuestados coinciden en señalar la importancia de la definición de medidas del desempeño, tanto cualitativas como cuantitativas, a la hora de diseñar el paquete de compensación de los directivos. En segundo lugar, son muchos los autores que consideran el tamaño de la empresa, medido a través de la cifra de ventas, como un determinante de la retribución directiva (cuadro 1) ya que dicha variable puede utilizarse como indicador del número de recursos que el directivo debe organizar. Por último la eficiencia del directivo puede medirse a partir de las cifras de rentabilidad de la empresa, al considerarse al directivo como último responsable de la misma.



En este sentido, y para evitar que el incentivo produzca un efecto perverso sobre la motivación del directivo, se deberá ser especialmente cuidadoso con la elección de las medidas de rentabilidad que se utilicen para ligar su retribución a resultados, ya que hay que tener en cuenta que existen otros factores, distintos al desempeño del directivo, que pueden influir sobre la rentabilidad de la empresa, pero que en ningún caso están bajo su control. Por lo tanto, si el efecto de dichos factores no se elimina de la cifra total de rentabilidad tomada como referencia para fijar el incentivo, el trabajador puede valorar como injustos los ingresos variables obtenidos. Como se desprende del cuadro 1, los autores proponen la utilización de medidas de mercado (McConaughy y Mishra, 1996), medidas contables (Gibbons y Murphy, 1990), medidas que combinen datos contables y de mercado (Lambert, 1993), medidas relativas utilizando comparaciones con otras empresas del sector (Gibbons y Murphy, 1990) y criterios subjetivos (Pérez-Santana, 1996).

Las circunstancias personales han sido consideradas como determinantes de la retribución por diversos autores (véase cuadro 1), utilizando como indicadores variables tales como la antigüedad en el puesto y en la empresa, la edad, el nivel de cualificación o el nivel de educación. Aunque en todos estos estudios se afirma que dichas variables pueden explicar

en parte la compensación de los directivos, también se pone de manifiesto cómo lo que los directivos cobran depende en mayor proporción de otros determinantes, como las características de la empresa y el sector. Esto es debido a que las circunstancias personales deberían ser consideradas como criterios complementarios para la determinación de la cuantía relativa o cómo correctores de los anteriores (Lawler, 1986b), pero nunca como el único criterio ya que, aunque aparentemente son criterios directamente mensurables y objetivos, en realidad se trata de medidas muy pobres de lo que el directivo aporta a la empresa. Por ello, aunque respeten la equidad interna y ciertamente tengan un componente de motivación, por sí solas no garantizan la equidad individual.

Cálculo de la cuantía absoluta. El objetivo de esta fase es traducir la puntuación obtenida para cada individuo a valores monetarios, esto es, la cantidad efectiva que recibirán. Para dar un valor monetario a cada punto se utiliza el mercado de trabajo como referencia, asegurándose así el cumplimiento del criterio de competitividad externa.

En el caso de los directivos es realmente importante acudir a la referencia del mercado externo ya que el capital humano que desarrollan puede considerarse como un activo intangible potencialmente generador de ventaja competitiva. En

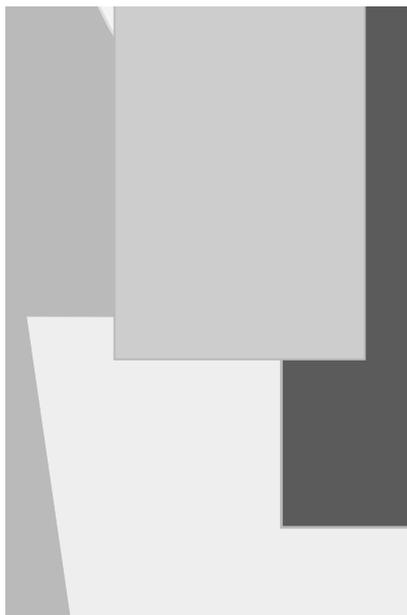
este sentido, su pérdida por traslado a otra empresa de la competencia podría suponer una erosión de la ventaja competitiva de la compañía.

Sin embargo, hay que mantener cierta cautela a la hora de recurrir a la referencia del mercado externo. Esta afirmación es válida para todos los puestos de trabajo, pero especialmente crítica si nos referimos a los puestos directivos, ya que la remuneración de estos últimos supone un porcentaje elevado de los costes salariales totales. Así, un error en el cálculo de la cuantía absoluta de su retribución debido a un mal estudio del mercado de referencia o un uso inadecuado de la encuesta salarial puede suponer una pérdida de competitividad externa, o bien un mantenimiento de la misma pero con un elevado coste asociado, que sólo se podrá soportar a corto plazo.

Algunas recomendaciones válidas para evitar errores serían:

■ Para fijar la compensación debe tenerse en cuenta la información de encuestas de salarios de empresas de sectores similares, debido a que en éstas el contenido del puesto será muy parecido ya que los problemas a los que se tendrá que enfrentar el directivo serán de la misma naturaleza, y porque son las empresas del mismo sector las que pueden ofrecer un trabajo alternativo a nuestro directivo (Deckop, 1987).

■ Habrá que analizar encuestas de salarios de empresas homogéneas en lo referente a su tamaño, ya que un importante determinante de la cuantía de la retribución viene dado por dicha característica, como así lo demuestra la amplia evidencia empírica desarrollada (véase cuadro 1). Esta afirmación se sustenta en la idea de que el sueldo está relacionado con la mayor cantidad de recursos que el directivo debe organizar, encontrándose este último factor directamente relacionado con el tamaño de la empresa. Además, cuanto mayor sea la empresa mayor será el número de posiciones en la escala jerárquica y, en consecuencia, mayor será el sueldo a pagar a cada directivo para diferenciar su posición de las del resto de los empleados.



■ Tener en cuenta que, mientras la información local es mejor para puestos no cualificados y para muchos de los puestos profesionales debido a que la selección se hace en el área próxima, para puestos directivos el mercado de referencia debe ser nacional o incluso global (Lawler, 1986b).

■ Para este grupo de trabajadores no es suficiente tomar en consideración los datos sobre salarios y bonos, sino que dicha información hay que completarla con datos sobre planes de incentivos a largo plazo (Paulovic, 1994a). Las encuestas, por lo general, no dan información detallada sobre estos conceptos. Por ese motivo se deberían completar con datos directamente obtenidos de las propias empresas, ya que, en caso contrario, no se estarían evaluando todas las oportunidades de compensación a la disposición de los ejecutivos y, por lo tanto, la compensación total resultante podría no ser competitiva en el mercado.

■ Las muestras sobre las que se elaboran las encuestas de salarios para este grupo de trabajadores suelen ser de tamaño más reducido que para el resto de los puestos, ya que es menor el número de directivos. Además, los directivos generalmente presentan rotación externa baja, lo cual hace que la presión del mercado sólo pueda ser ejercitada de forma indirecta, lo que lleva a muchas empresas a adoptar una estrategia de

remuneración media de mercado y sólo pagar por encima de mercado cuando exista un notable problema de retención (Williams, 1994).

Este último factor se ve apoyado por los resultados obtenidos en el análisis de las respuestas de los directores de recursos humanos encuestados. Se observa cómo, en cuanto a la estrategia de competitividad externa, las empresas del análisis declaran mayoritariamente preferir una estrategia de niveles medios de mercado (70,9 por 100), frente a las estrategias consistentes a pagar por encima de la media (29,1 por 100) o por debajo de la misma (0 por 100) (9). Lógicamente en el caso directivo no es conveniente optar por una estrategia de retribuciones mínimas ya que no sólo se perdería capacidad de atracción de directivos en el mercado, sino que la capacidad de retención también se vería mermada pudiendo esto constituir una disminución en la motivación, que en el peor de los casos supondría el abandono del directivo al considerar que en otras empresas de la competencia podrían obtener niveles superiores de retribución.

SEGUNDA FASE: COMPONENTES RETRIBUTIVOS

Una vez determinado el nivel de la retribución es necesario diseñar la estructura de la misma tomando decisiones que especifiquen el peso relativo de cada componente retributivo. En la figura 1 quedan recogidos los distintos componentes, la función para la que resultan más apropiados y el criterio de equidad al que cada uno de ellos hace referencia.

Respecto a la **retribución fija** debe ser suficiente pues es el componente que, al consolidarse, otorga seguridad a los ingresos, pero respecto a su aplicación al caso directivo se deberán tener en cuenta dos aspectos relevantes. En primer lugar, en el caso directivo el componente fijo suele suponer un porcentaje muy elevado de los costes salariales de la empresa y por eso ha de ser controlado con especial énfasis, sobre todo si viene asociado a contratos de larga duración, ya que se convierte en un coste fijo que compromete a la empresa a largo plazo. En segundo lugar, este es el componente

más fácilmente comparable con el mercado y, por ello, suele ser la plataforma sobre la que giran el resto de los elementos de la compensación. De hecho no es extraño encontrar el incentivo a corto plazo o las pensiones calculadas como un porcentaje del salario base. Así, cualquier error en su definición podría generar un efecto multiplicador al verse afectados el resto de los componentes retributivos.

Tradicionalmente el componente fijo de la remuneración tenía un peso notablemente superior frente al componente variable. En nuestro país, en algunos años el salario fijo llegó a suponer el 60 por 100 de la retribución total percibida por nuestros directivos (10), mientras que en EEUU ese porcentaje no alcanzaba el 30 por 100. Esta diferencia se debía a la inmadurez de la política retributiva de las empresas españolas y al optimismo económico que, en los años ochenta, acompañó a un mercado de directivos en el que la demanda era superior a la oferta. Según datos de la encuesta salarial realizada anualmente por CEINSA («El País», Diciembre 1990-1995) el número de empresas españolas que utilizaba sistemas de retribución variable en 1994 no superaba el 50 por 100 del total y, además, este tipo de incentivos se encontraban muy concentrados en determinados segmentos como el comercial

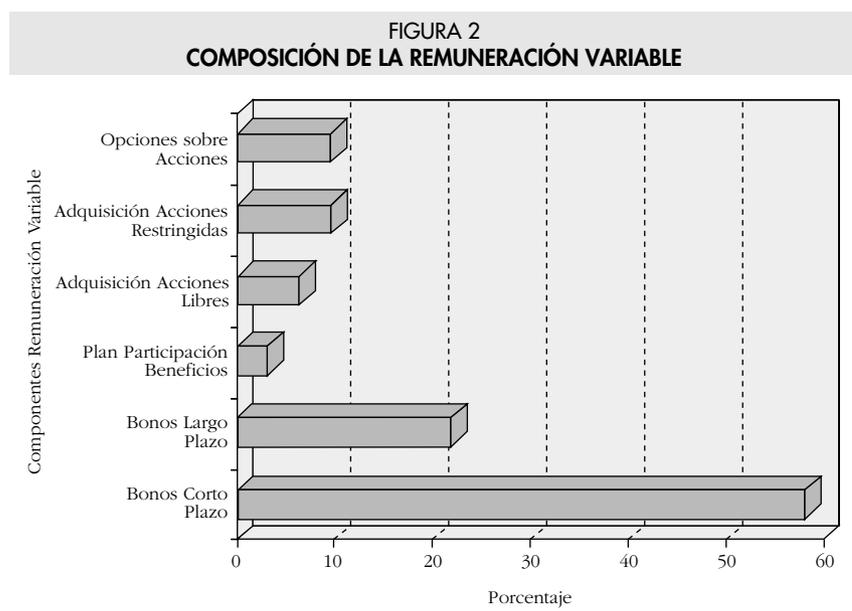
Sin embargo, esa situación empezó a modificarse a mediados de los años noventa en los que se observa una clara tendencia que apunta no sólo hacia la generalización en la utilización de incentivos (cada vez presentes en un mayor número de empresas y para un mayor colectivo de trabajadores (11)), sino también un aumento en el peso específico de la remuneración variable de los directivos españoles. Así, en el año 2000 la retribución variable ya estaba presente en el 90 por 100 de las empresas encuestadas por Hay Group («Actualidad Económica», 20-25 Noviembre de 2000, página 22-31) y suponía el 34 por 100 de la compensación total.

La explicación de este hecho es clara: si se introducen mayores elementos de compensación variable se asegura la motivación del trabajador, que recibirá ingresos superiores cuando la empresa

FIGURA 1
COMPONENTES DE LA RETRIBUCIÓN DEL DIRECTIVO

COMPONENTE	→ FUNCIÓN	→ EQUIDAD
REMUNERACIÓN FIJA	Seguridad Atracción	Interna, externa, individual
INCENTIVOS CORTO PLAZO	Motivación objetivos corto plazo	Individual
INCENTIVOS LARGO PLAZO	Retención Motivación objetivos largo plazo	Individual
COMPENSACIÓN INDIRECTA	Retención Seguridad Estabilidad	Externa

FUENTE: Elaboración propia.



vaya bien, pero también es posible alcanzar un control de la masa salarial cuando la situación empeore. La consideración de la remuneración contingente como instrumento útil para controlar el crecimiento de la masa salarial es especialmente relevante para el caso directivo si consideramos que las remuneraciones de este tipo de trabajadores suelen representar un porcentaje muy elevado de la misma (12).

En esta línea, la segunda pregunta del cuestionario hacía referencia a la conveniencia de la inclusión de incentivos sólo para puestos directivos o respecto a todos los trabajadores. La información

que se desprende de las contestaciones a dicha pregunta parece apoyar la idea anteriormente expuesta, ya que mientras el 78 por 100 de los directores de recursos humanos encuestados afirman que la remuneración variable es un componente importante del paquete de compensación de los puestos directivos, sólo el 48 por 100 hace esa misma afirmación al referirse al resto de los empleados de la empresa.

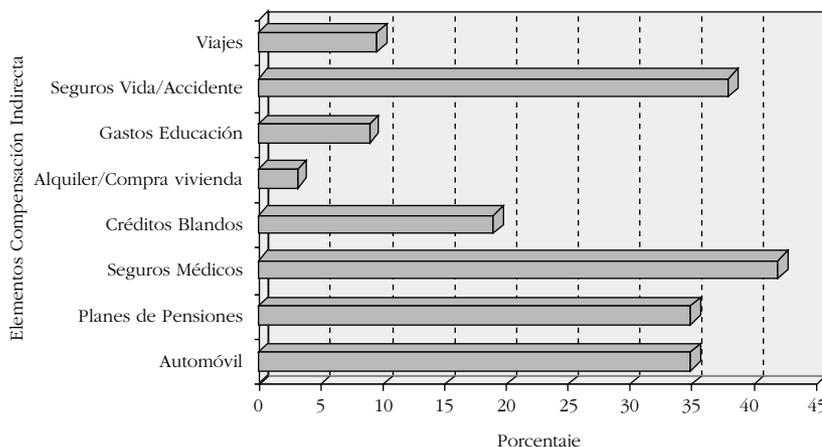
Es este motivo, unido al efecto de control que el **componente variable** de la retribución ejerce sobre la discrecionalidad del directivo y a su efecto motivador, lo que nos conduce a defender la

existencia de un componente contingente en la remuneración del ejecutivo, así como a apoyar que el peso específico de dicho componente sea cada vez mayor (Murthy y Salter, 1975). El peso de la retribución variable en la compensación total varía según la empresa (13), las condiciones del entorno y el sector, resultando difícil establecer un porcentaje relativo generalizable a cualquier situación. En este sentido, mientras en las empresas de la muestra se observan unos niveles de remuneración variable que oscilan entre un 0 por 100 y un 35 por 100 respecto a la compensación total, las recomendaciones en el mercado americano (Brindisi, 1984; Stewart, 1997) señalan niveles de compensación variable que oscilan entre un 50 por 100 y un 79 por 100.

Aunque parece claro que la remuneración contingente juega un papel importante en la motivación y control del ejecutivo, la definición de dicho componente debe diseñarse con prudencia debido a que, por su propia naturaleza, los incentivos incluyen un factor de riesgo en los ingresos del directivo que éste percibe y valora. Dicho riesgo será mayor cuanto más peso tenga el componente variable y cuanto más largo sea el plazo de los resultados a los que se liga dicha remuneración, ya que mayor será el número de factores y eventos incontrolables e inesperados que afectarán a los resultados (Lewellen *et al*, 1987; Tosi y Gómez-Mejía, 1989). Teniendo en cuenta la aversión al riesgo que el directivo presenta al no poder diversificarlo (Romero, 1996), será necesario diseñar el componente contingente buscando un equilibrio entre riesgo y motivación, de forma que el incentivo sea suficiente para generar los efectos motivador y de control deseados, y simultáneamente no resulte excesivo para que el directivo acepte el nivel de riesgo que se le transmite vía compensación.

En cuanto a la **forma concreta de instrumentar la parte variable** de la retribución contamos con un gran abanico de posibilidades: pago por méritos, bonos, comisiones, opciones sobre acciones, participación en ganancias, participación en beneficios, planes de acciones libres y restringidas, acciones fantasma... En el caso directivo parecen

FIGURA 3
ELEMENTOS DE LA COMPENSACIÓN INDIRECTA



FUENTE: Elaboración propia.

CUADRO 4
RESULTADOS ANOVA ROE 96-RVBLE 96

Fratio = 11,2667		P-Valor = 0,0001	
Test Levene (Homogeneidad)=1,2925 (0,300)		Test KS (Normalidad)=1,0943 (0,1822) (*)	
Grados Libertad: Total = 27		Entre Grupos = 3	Intra Grupos = 24
Grupo (**)	Media	Desviación Típica	
1	0,0999	0,0506	
2	0,0537	0,2026	
3	0,0490	0,2072	
4	0,8580	0,2716	

(*) Para Levene y K-S el P-valor se indica entre paréntesis.

(**) El test de Tukey muestra diferencias significativas del grupo 4 respecto al 3, 2 y 1.

más apropiados aquellos instrumentos que ligan su retribución a resultados a largo plazo, ya que dichas fórmulas servirán para centrar los objetivos de los directivos igualando el horizonte temporal de los mismos con el de los propietarios, manteniendo así la visión estratégica de los primeros (McConaughy y Mishra, 1996). Sin embargo, y dada la posición frente al riesgo que presentan los directivos será necesario complementar dichas fórmulas con incentivos a corto plazo que resulten menos arriesgados (Streers y Ungson, 1987). Lógicamente la combinación de componentes dependerá de la estrategia elegida por cada organización, por lo que el diseño de los mismos puede caracterizarse de contingente (Beatty y Zajac, 1994) (14).

En este sentido, el 75 por 100 de los responsables de recursos humanos encues-

tados dicen estar de acuerdo respecto a la afirmación de que el paquete de compensación de los directivos debe recompensar tanto el corto como el largo plazo. Sin embargo, al aportar datos sobre el peso que cada uno de los componentes concretos presenta sobre la retribución variable, se observa (figura 2) cómo los bonos a corto plazo son el elemento predominante, existiendo un uso muy escaso de elementos contingentes ligados a la obtención de beneficios a largo plazo (opciones sobre acciones, bonos a largo plazo o planes de acciones restringidas). Estos resultados, coincidentes con la tendencia observada en las encuestas de salarios de los últimos años (15), contrastan con la realidad observada por los autores americanos, observando cómo a partir de los años 80 cerca del 40 por 100 de las compañías de Fortune 500 recurrían a la utilización

de incentivos a largo plazo (Rich y Larson, 1984) y cómo la compensación a largo plazo representaba más del 50 por 100 de la compensación anual en efectivo (Brindisi, 1984).

En nuestra opinión esta contradicción puede deberse a tres motivos. En primer lugar, la reciente incorporación de elementos contingentes en la retribución del directivo español aún no ha permitido alcanzar niveles de desarrollo similares a los americanos. De hecho, la tendencia analizada por la consultora Hay Group, muestra un dato relevante en este sentido: mientras en el año 2000 un 70 por 100 de las empresas cotizadas en el Ibex ya disponía de planes de opciones sobre acciones, en 1999 este era un sistema apenas utilizado por la mitad de dichas empresas («Actualidad Económica», 20-25 Noviembre de 2000, página 28). En segundo lugar, la mayor complejidad administrativa asociada al diseño e implantación de los componentes variables ligados a largo plazo frente a los incentivos a corto plazo que lleva a los directores de recursos humanos a preferir los segundos y, por último, la mayor variabilidad que los incentivos a largo plazo suponen sobre los ingresos de los directivos que hacen que estos últimos acepten peor este tipo de fórmulas retributivas.

Del análisis a las respuestas sobre el nivel y composición de la retribución variable para cada tipo de directivo de las empresas de la muestra, no se observan diferencias relevantes, excepto para el Director Comercial que, en la mayoría de los casos, presenta un mayor nivel de incentivo. Estos resultados constatan el hecho de la mayor tradición de pago variable en el departamento comercial debido a la naturaleza del trabajo del mismo, poniendo además de manifiesto que las empresas de la muestra prefieren la utilización del mismo sistema de incentivos para todos los puestos directivos, posiblemente debido a dos razones: por un lado, evitar sentimientos de agravio comparativo entre puestos y, por otro, disminuir la complejidad inherente a la administración del componente contingente de la retribución.

Respecto a la **compensación indirecta** se trata de un componente especialmen-



te adecuado para remunerar a la clase directiva, y de hecho es en este grupo de trabajadores donde encuentra su mayor aplicación. Se trata de una remuneración no contingente que se utiliza como fórmula de incentivar y motivación para la permanencia del directivo en la empresa, así como arma competitiva para la captación de directivos en el mercado (16). En concreto se trata de planes de beneficios que complementan las necesidades cubiertas por el salario fijo y la retribución variable, ya que son compensaciones por las cuales la empresa asume unos gastos que normalmente debería satisfacer el propio empleado.

En nuestro país su naturaleza ha variado considerablemente desde los cambios fiscales de 1992 que facilitaban el control de las compensaciones en especie. Pierde importancia el vehículo de empresa, los productos de la empresa a bajo coste, los gastos de educación, el alquiler de la vivienda y los préstamos a bajo tipo de interés. Se observa, asimismo, un incremento en fórmulas relacionadas con los seguros médicos y los planes de jubilación (Watson Wyatt, «Cinco Días», 18-12-97), reforzando así las prestaciones del sistema público sanitario y complementando las futuras pensiones de jubilación.

Es necesario diseñar correctamente este componente de la compensación ya que los planes de beneficios sociales llevan

aparejados unos costes normalmente muy altos y con una tendencia al crecimiento rápido. Para alcanzar dicho objetivo habrá que analizar una serie de aspectos clave que conduzcan a la necesaria alineación del paquete de beneficios con la estrategia general de compensación seguida por la empresa (Gómez-Mejía *et al*, 1995). En primer lugar habrá que decidir cuál va a ser la combinación de beneficios ofrecida por la empresa en función de los beneficios proporcionados por los competidores (criterio de competitividad externa) y de las características de los directivos (atendiendo a la diversidad). Asimismo será necesario determinar la flexibilidad del paquete de beneficios, en función de la posibilidad con la que cuente el directivo para decidir qué beneficios percibir en función de sus preferencias.

En las empresas de la muestra los componentes indirectos de la compensación presentan un peso medio del 7,6 por 100 sobre la compensación total, pudiendo observarse en la figura 3 el grado de utilización de cada uno de los elementos de dicha compensación indirecta. Por otro lado, sólo el 9 por 100 de los responsables de recursos humanos encuestados afirman contar con un sistema de beneficios «de cafetería» o «a la carta», en el que los directivos participen en la elección de los distintos componentes de la retribución indirecta, poniéndose de nuevo de manifiesto cómo los directores

de recursos humanos encuestados presentan una actitud conservadora ya que los planes de cafetería o flexibles, aunque generan una mayor satisfacción, simultáneamente suponen unos mayores costes de administración para la empresa, así como la dificultad para gestionar aquellos beneficios cuyo coste dependa del número de personas cubiertas.

EFICIENCIA DEL COMPONENTE VARIABLE EN LA RETRIBUCIÓN

El presente epígrafe tiene por objetivo contrastar la hipótesis consistente en aceptar que la inclusión de un componente variable en la retribución del directivo incidirá positivamente sobre la rentabilidad de la empresa, tratando así de identificar si realmente los incentivos son un instrumento válido para alinear los intereses de los directivos con los de la propiedad.

A la vista de los resultados de los estudios previos (trabajos «ex post» citados en la Introducción) se observa una relación creciente pero no necesariamente lineal entre las variables dependiente (rentabilidad) e independiente (compensación). Sin embargo, resulta complejo realizar una comparación entre los distintos trabajos en un intento de extraer conclusiones generalizables que nos conduzcan a una visión clara del estado de la cuestión, debido a la diversidad que presentan respecto a la metodología utilizada (aunque en la mayoría de los casos se trata de regresiones y análisis de varianza), la muestra (en todos los casos se trata de empresas grandes tomadas normalmente de la clasificación de Fortune 500, oscilando el tamaño muestral desde un máximo de 439 empresas a un mínimo de 42), la obtención de datos (en la mayoría de los casos se trata de información pública recogida en los informes anuales de las empresas y de la base de datos Compustat, aunque también en algún caso se recurre a la fuente primaria de la información), el periodo temporal analizado (encontrando estudios con datos para un solo año y otros con periodos temporales que abarcan información de diez años) y, sobre todo,

CUADRO 5 RESULTADOS ANOVA ROE 96-RVBLE 96			
Fratío = 4,3865		P-Valor = 0,0113	
Test Levene (Homogeneidad)=3,0663 (0,049)		Test KS (Normalidad)=0,8789 (0,4225) (*)	
Grados Libertad:	Total = 33	Entre Grupos = 3	Intra Grupos = 30
Grupo (**)	Media	Desviación Típica	
1	0,0579	0,0330	
2	0,0325	0,0767	
3	0,0238	0,0792	
4	0,2035	0,1686	

(*) Para Levene y K-S el P-valor se indica entre paréntesis.

(**) El test de Tukey muestra diferencias significativas del grupo 4 respecto al 3, 2 y 1.

la definición de las variables y sus indicadores.

Nuestro estudio presenta una característica diferenciadora respecto a los anteriores, ya que nos centraremos en el análisis de dichos efectos en empresas españolas, al considerar que ante el diferente grado de desarrollo de los incentivos presentado en España frente a los Estados Unidos, la eficiencia de los mismos puede presentar divergencias según cuál sea la nacionalidad de las empresas objeto de estudio. En esta línea, Gómez-Mejía y Barkema (1998) ponían de manifiesto como para poder llegar a resultados más concluyentes respecto a la relación entre compensación del directivo y rentabilidad de la empresa, los esfuerzos deberían ir encaminados a cubrir una serie de lagunas de las que adolece la literatura existente, mencionando entre ellas la necesidad de recurrir a experiencias retributivas distintas a la americana.

METODOLOGÍA

Para contrastar la hipótesis de estudio se realizó un análisis de varianza para cada uno de los indicadores de rentabilidad seleccionados. El resultado de dichos análisis aparece recogido en los cuadros 4, 5 y 6.

En concreto se utilizarán tres indicadores de rentabilidad, uno de mercado y dos contables. Realizar el análisis estadístico con varios indicadores nos permite descubrir hasta qué punto los resultados del mismo dependen del indicador de rentabilidad propuesto. El indicador de mercado elegido es la rentabilidad de los

títulos (Rit) que mide las variaciones de valor del título de la empresa i en el periodo comprendido entre t y $t+1$. Este indicador de riqueza de los accionistas presenta la ventaja frente a los indicadores contables de que no se encuentra sujeto a convenciones contables y es más difícilmente manipulable por la dirección.

Además del indicador de mercado descrito se han utilizado dos indicadores contables para medir la rentabilidad: el ROA («Return on Asset») como indicador de la rentabilidad económica de la empresa, esto es, la eficiencia en cuanto al uso de los activos; y el ROE («Return on Equity») como indicador de la rentabilidad financiera, esto es, la rentabilidad para los accionistas. De los estudios «ex post» analizados, los correspondientes a Abowd (1990), Leonard (1990), Zajac (1990), Kumar *et al* (1992), y Banker *et al* (1996), utilizan indicadores contables.

Los datos necesarios para elaborar dichos indicadores han sido obtenidos de las base de datos de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en la que se dispone de los estados contables de las empresas que cotizan en Bolsa. Asimismo, se han realizado consultas al Servicio de Información de Bolsa en Madrid.

La variable independiente es el componente contingente de la remuneración del directivo. Se decidió solicitar los datos como el porcentaje que la remuneración variable supone sobre el total de la retribución, por dos razones. Por un lado, y dada la tradición de secreto que rodea los temas retributivos en nuestro país, habría resultado difícil, si no imposible, obtener la cuantía en términos

absolutos de dicho componente. En segundo lugar, se consideró que a los efectos de nuestro estudio, resultaba más útil conocer el peso relativo de la compensación variable sobre el total que la cuantía absoluta de dicho componente. Esta opinión deriva del hecho bien conocido de que el efecto motivador del componente variable depende de la cuantía total de la remuneración, esto es, el mismo incentivo tiene un mayor efecto sobre el directivo que gana menos, que sobre aquellos otros con mayores ingresos (17). En este sentido la Teoría de la Equidad predice que los niveles de satisfacción en el trabajo dependerán más de los niveles de pago relativos que de los absolutos (Watson *et al*, 1996).

Para la realización de dichos estudios se clasificó el factor en cuatro grupos de manera que en el primer grupo se incluyeran aquellas empresas que presentan un peso relativo del componente variable de la retribución del directivo del 0 al 9 por 100 sobre la retribución total («nivel nulo o bajo»). En el segundo intervalo quedan agrupadas las empresas que afirman otorgar incentivos con un peso del 10 al 19 por 100 («nivel medio»), mientras que dichos valores para los grupos tercero y cuarto abarcan, respectivamente, del 21 al 29 por 100 («nivel alto») y del 30 por 100 en adelante («nivel muy alto»).

INTERPRETACIÓN DE LOS RESULTADOS

Basándonos en la Teoría de la Agencia sosteníamos que el componente contingente de la retribución debería influir positivamente en la rentabilidad empresarial, constituyéndose así en un instrumento alternativo al control para la convergencia de intereses de propietarios y directivos, suavizándose el problema derivado de la separación propiedad-control.

A este respecto, y a la vista de los resultados de cada estudio, mostrados en el epígrafe anterior, podemos alcanzar las siguientes conclusiones. En primer lugar, se detecta la existencia de una relación entre el peso relativo del componente variable de la retribución del directivo y la rentabilidad de la empresa medida a través de indicadores contables (ROA y

CUADRO 6 RESULTADOS ANOVA RIT 96-RVBLE 96			
Fratío = 1,0006		P-Valor = 0,4140	
Test Levene (Homogeneidad)=3,0250 (0,055)		Test KS (Normalidad)=0,9495 (0,3281) (*)	
Grados Libertad:		Entre Grupos = 3	Intra Grupos = 21
Grupo (**)	Media	Desviación Típica	
1	0,3668	0,2552	
2	0,3261	0,3637	
3	0,7130	0,7642	
4	0,7500	0,2564	

(*) Para Levene y K-S el P-valor se indica entre paréntesis.
(**) El test de Tukey muestra diferencias significativas.

ROE) con niveles de significación del 1 por 100, mientras que no es posible realzar dicha afirmación cuando el indicador utilizado para medir la rentabilidad es de mercado (R_m).

Este resultado puede deberse a que los indicadores de mercado, al agregar información, recojan hechos que queden fuera del control del directivo y que son difíciles de aislar. Aunque diversos autores (Coughlan y Schmidt, 1985; McCaughy *et al*, 1996) defienden al utilización de indicadores de mercado por considerarlos superiores a los contables, otros (Murphy, 1986; Tosi *et al*, 1987; Kerr y Bettis, 1987; Kroll *et al*, 1990; Ely, 1991) consideran que, al existir muchos factores que influyen en el precio de las acciones, resulta difícil determinar qué porción del cambio del precio del título podría ser atribuida a los esfuerzos del directivo (18).

Una explicación alternativa a este hecho podría encontrarse, ya no en la validez del indicador de mercado para medir el esfuerzo directivo, sino en la forma en que se diseñan los incentivos. Como es bien sabido la retribución variable puede diseñarse haciendo girar el incentivo sobre resultados contables (beneficio, ROA, ROE, cifra de ventas,...), sobre resultados de mercado (cotización de acciones, PER,...), o sobre resultados cualitativos (calidad, satisfacción del cliente, rapidez en la prestación del servicio,...). En este sentido pensamos que el hecho de no detectar una relación entre el incentivo y la rentabilidad de mercado puede deberse a que en las empresas de la muestra la remuneración variable esté diseñada en función de los resultados contables y no los de merca-

do, y, como consecuencia de ello, la motivación y actuaciones del directivo se dirijan más hacia acciones que influyan en las variables contables.

Esta última justificación es especialmente válida en estudios realizados sobre empresas españolas ya que, a la vista de las encuestas de salarios dirigidas por consultoras especializadas, la utilización de instrumentos variables ligados al mercado, tales como planes de acciones u opciones, es muy escasa. Este fenómeno se produce también en las empresas de la muestra y así se detecta en el análisis de las respuestas correspondientes a la pregunta relativa a la instrumentación de los incentivos, en la que raramente dichos elementos forman parte de la composición de la remuneración variable, siendo el componente principal, y en la mayoría de los casos el único, los bonos a corto plazo. Este último razonamiento explicaría la aparente contradicción entre los resultados alcanzados en nuestro estudio al utilizar el indicador de mercado y los presentados por autores norteamericanos.

En segundo lugar, y centrándonos en los resultados obtenidos utilizando los indicadores contables de rentabilidad, podemos afirmar que, para las empresas de la muestra, se detecta una relación entre el peso otorgado al incentivo y los resultados empresariales, al rechazarse la hipótesis nula de igualdad de medias a niveles de significación del 1 por 100. Este resultado es consistente con el alcanzado en los estudios de Leonard (1990), Zajac (1990), Banker *et al* (1996) y Pérez (1997).

Sin embargo, y mediante el análisis de las medias por grupos, se detecta que

para que la retribución variable ejerza un efecto positivo sobre la rentabilidad de la empresa es necesario que su peso relativo sobre la compensación total sea alto y, en concreto, superior al 29 por 100. Este resultado sigue la lógica generalmente aceptada consistente en afirmar que cuanto mayor sea el nivel de compensación fija percibida por un trabajador mayor deberá ser el tamaño del incentivo para alcanzar el efecto motivador deseado. El tipo de trabajadores objeto de nuestro estudio, los directivos, se caracterizan por alcanzar los mayores niveles de retribución fija al encontrarse en las más altas posiciones de la escala jerárquica de la empresa, por lo que resulta lógico pensar que será necesario instrumentar un componente contingente lo suficientemente elevado si se desea dirigir sus esfuerzos hacia unos mejores resultados empresariales.



para la aplicación al caso directivo presentan cada uno de dichos métodos.

Respecto a la determinación de la cuantía absoluta, se detecta cómo, para el caso directivo, resulta importante acudir a la referencia del mercado externo de forma que no se pierda la capacidad de retención del sistema retributivo, evitando así la erosión de la ventaja competitiva ocasionada por el traslado de directivos valiosos a empresas de la competencia. Además, y para evitar decisiones equivocadas respecto a la encuesta de salarios a utilizar, se detallaron los aspectos relevantes que las mismas deberían satisfacer para su aplicación al caso directivo. Fueron también presentadas las opiniones de los directores de recursos humanos encuestados respecto a las estrategias de pago utilizadas en sus empresas.

En cuanto a la estructura de la compensación se observa un menor grado de desarrollo del componente variable en nuestro país respecto a la experiencia americana, por lo que la recomendación, y dado el efecto de control sobre la discrecionalidad directiva que dicho componente contingente proporciona, sería aumentar el peso de los incentivos sobre la compensación total, especialmente en lo que se refiere a los incentivos a largo plazo. Asimismo, suele afirmarse que la retribución variable se constituye en un instrumento válido para el control de la

masa salarial de la empresa, evitando rigideces en costes que pudieran convertirse en trabas al mantenimiento de la viabilidad empresarial en periodos de crisis.

A este respecto, y a la vista de los resultados del estudio empírico, se pueden extraer las siguientes recomendaciones respecto al conjunto de decisiones a tener en cuenta para el correcto diseño de la compensación. En primer lugar, destacar que a la hora de diseñar el paquete de compensación del directivo hay que ser especialmente cuidadoso no sólo en la estructura del componente contingente sino también en su nivel, ya que como se deriva de los resultados del estudio, el efecto del incentivo sobre los resultados sólo se produce si el nivel del mismo es suficiente. Si no se tuviera en cuenta este aspecto se podría llegar a situaciones de ineficiencia en las que el esfuerzo realizado por la empresa para diseñar e implantar elementos de retribución variable no tuviera ningún efecto motivador al considerarse los mismos insuficientes por los directivos.

Sin embargo, debemos recordar que al hacer contingentes parte de los ingresos de los directivos vía retribución se está transmitiendo parte del riesgo de la empresa a los mismos, y que cuanto mayor sea el peso relativo del incentivo frente a la compensación total, mayor será el riesgo soportado por el directivo. Por lo tanto, es imprescindible ser prudente en la elección del peso del componente variable, teniendo en cuenta que el efecto motivador del mismo puede degenerar en un efecto perverso si el directivo percibe que el riesgo que se le transmite es excesivo.

Con este trabajo hemos pretendido abundar en el conocimiento de la relación incentivos-rentabilidad, en un intento de detectar las peculiaridades de la misma en la realidad empresarial española y sus diferencias con la experiencia americana presentada por diversos autores. A partir de él consideramos interesante la posibilidad de repetir el estudio contando con muestras de mayor tamaño que nos permitan alcanzar un mayor nivel de representatividad, así como la sentida necesidad de investigar otros temas relacionados como el ya apuntado

CONCLUSIONES

Los estudios empíricos existentes sobre los determinantes de la compensación del directivo ponían de manifiesto cómo el diseño del paquete de compensación de este tipo de trabajadores no es fruto de una negociación individual sino que, tanto su estructura como su nivel, se ven afectados por una serie de variables. En la primera parte de este trabajo se ha pretendido abundar en la metodología y aspectos relevantes a tener en cuenta a la hora de diseñar el paquete de compensación de los directivos, de forma que la retribución cumpla satisfactoriamente las funciones de retención y control sobre este tipo de trabajadores.

En primer lugar, recomendamos que los principios de equidad sirvan de orientadores de las decisiones relativas al diseño del paquete de compensación de los directivos, observando como dicha recomendación es seguida mayoritariamente por los directores de recursos humanos encuestados. En este sentido distinguimos, a lo largo del desarrollo del modelo, qué métodos de determinación de la cuantía (tanto absoluta como relativa) y qué componentes de la retribución resultan más apropiados para instrumentar cada uno de dichos principios. Asimismo, se destacan las peculiaridades que

BIBLIOGRAFÍA

- AAKER, D.A. (1989): «Managing Assets and Skills: The Key to a Sustainable Competitive Advantage», *California Management Review*, sinter, páginas 91-106.
- ABOWD, J.M. (1990): «Does Performance-Based Managerial Compensation Affect Corporate Performance?», *Industrial and Labor Relations Review*, volumen 43 (Special Issue), páginas 52-73.
- AGARWAL, N.C. (1981): «Determinants of Executive Compensation», *Industrial Relations*, volumen 20 (1), páginas 36-46.
- AGUILAR, E. (1996): «Gestión de Recursos Humanos en un Modelo de Producción Ajustada», *Actualidad Financiera*, Cuarto Trimestre, páginas 119-130.
- ALLEN, M.P. (1981): «Power and Privilege in the Large Corporation: Corporate Control and Managerial Compensation», *American Journal of Sociology*, volumen 86, páginas 1112-1123.
- ANTLE, R. y SMITH, A. (1986): «An Empirical Investigation of the Relative Performance Evaluation of Corporate Executives», *Journal of Accounting Research*, volumen 24 (1), páginas 1-39.
- ARRUÑADA, B. (1996): «Análisis Contractual de la Empresa: Una Introducción Aplicada», *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, volumen 5 (3), páginas 41-56.
- BALKIN, D.B. y GOMEZ-MEJIA, L.R. (1987a): «New Perspectives on Compensation», Englewood Cliffs, Prentice Hall, N.J.
- BALKIN, D.B. y GOMEZ-MEJIA, L.R. (1987b): «Toward a Contingency Theory of Compensation Strategy», *Strategic Management Journal*, volumen 8, páginas 169-182.
- BANKER, R.D.; LEE, S.Y.; POTTER, G. (1996): «A Field Study of the Impact of a Performance-Based Incentive Plan», *Journal of Accounting and Economics*, volumen 21, páginas 195-226.
- BARNEY, J. (1991): «Firm Resources and Sustained Competitive Advantage», *Journal of Management*, volumen 17 (1), páginas 99-120.
- BEATTY, R.P. y ZAJAC, E.J. (1994): «Managerial Incentives, Monitoring, and Risk Bearing: A Study of Executive Compensation, Ownership, and Board Structure in Initial Public Offerings», *Administrative Science Quarterly*, volumen 39 (2), junio, páginas 313-335.
- BELLIVEAU, M.A.; O'REILLY, C.A. y WADE, J.B. (1996): «Social Capital at the Top: Effects of Social Similarity and Status on CEO Compensation», *Academy of Management Journal*, volumen 39 (6), páginas 1568-1593.
- BERGMANN, T.J.; GUNDERSON, H.; WEIL, W. y BALIGA, B.R. (1990): «Rewards Tied to Long-Term Success», *HR Magazine*, mayo, páginas 67-72.
- BERNARDIN, H.J. y RUSSEL, J. (1993): «Human Resource Management: An Experiential Approach», McGraw Hill, Nueva York.
- BOSCHEN, J.F. y SMITH, K.J. (1995): «You Can Pay Me Now and You Can Pay Me Later: The Dynamic Response of Executive Compensation to Firm Performance», *Journal of Business*, volumen 68 (4), páginas 577-608.
- BRICKLEY, J.A.; BHAGAT, S. y LEASE, R. (1985): «The Impact of Long-Range Managerial Compensation Plans on Shareholder Wealth», *Journal of Accounting and Economics*, volumen 7, páginas 115-129.
- BRINDISI, L.J. (1984): «Paying for Strategic Performance: A New Executive Compensation Imperative», en Lam, R.B. «Competitive Strategic Management», Booz-Allen and Hamilton Inc., páginas 333-343.
- BUSHMAN, R.M.; INDJEKIAN, R.J. y SMITH, A. (1996): «CEO Compensation: The Role of Individual Performance Evaluation», *Journal of Accounting and Economics*, volumen 21, páginas 161-193.
- BYARS, LL. y RUE, L.W. (1996): «Gestión de Recursos Humanos», 4ª Edición, Irwin, México.
- COLLIS, D.J. y MONTGOMERY, C.A. (1995): «Competing on Resources: Strategy in the 1990s», *Harvard Business Review*, volumen 73 (4), páginas 118-127.
- CONYON, M.J. y LEECH, D. (1994): «Top Pay, Company Performance and Corporate Governance», *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, volumen 56 (3), páginas 229-247.
- COUGHLAN, T. y SCHMIDT, R.M. (1985): «Executive Compensation, Management Turnover and Firm Performance. An Empirical Investigation», *Journal of Accounting and Economics*, volumen 7, páginas 43-66.
- COWLING, K. (1972): «Market Structure and Corporate Behaviour: Theory and Empirical Analysis of The Firm», Gray-Mills Publishing Ltd., Londres.
- COYNE, K.P. (1986): «Sustainable Competitive Advantage: what it is and what it isn't», *Business Horizons*, jan-feb, páginas 54-61.
- CUERVO, A. (1993): «El papel de la empresa en la competitividad», *Papeles de Economía Española*, número 56, páginas 362-378.
- DECKOP, J.R. (1987): «Top Executive Compensation and the Pay-For-Performance Issue», en Balkin y Gómez-Mejía (1987a) «New Perspectives on Compensation», Englewood Cliffs, Prentice Hall, N.J.
- DECKOP, J.R. (1988): «Determinants of Chief Executive Officer Compensation», *Industrial and Labor Relations Review*, volumen 41 (2), páginas 215-226.
- DEMSETZ, H. (1990): «Ownership, Control and The Firm», Basil Blackwell.
- DEMSETZ, H. (1995): «The Economics of the Business Firm: Seven Critical Commentaries», Cambridge University Press, New York.
- EISENHARDT, K.M. (1989): «Agency Theory: An Assessment and Review», *Academy of Management Review*, volumen 14 (1), páginas 57-74.
- ELY, K.M. (1991): «Interindustry Differences in the Relation Between Compensation and Firm Performance Variables», *Journal of Accounting Research*, volumen 29 (1), páginas 37-58.
- FAMA, E.F. y JENSEN, M.C. (1983): «Separation of Ownership and Control», *Journal of Law and Economics*, volumen 26, páginas 301-325.
- FAULI-OLLER, R. y MOITA, M. (1995): «Managerial Incentives for Mergers», *Economics Working Papers Series*, número 148, noviembre, Universitat Pompeu Fabra.
- FIRTH, M.; LOHNE, J.C.; ROPSTAD, R. y SJO, J. (1996): «The Remuneration of CEOs and Corporate Financial Performance in Norway», *Managerial and Decision Economics*, volumen 17, páginas 291-301.
- FOULKES, F.K. (ed.) (1986): «Strategic Human Resources Management: A Guide for Effective Practice», Prentice Hall, New Jersey.
- GIBBONS, R. y MURPHY, K.J. (1990): «Relative Performance Evaluation for Chief Executive Officers», *Industrial and Labor Relations Review*, volumen 43 (Special Issue), páginas 30-51.
- GOMEZ-MEJIA, L.R. (1994): «Executive Compensation: A Reassessment and a Future Research Agenda», *Research in Personnel and Human Resources Management*, volumen 12, páginas 161-222.
- GOMEZ-MEJIA, L.R.; BALKIN, D.B. y CARDY, R.L. (1995): «Managing Human Resources»,

- Prentice Hall International, Englewood Cliffs.
- GOMEZ-MEJIA, L.R. y BARKEMA, H.G. (1998): «Managerial Compensation and Firm Performance: A General Research Framework», *Academy of Management Journal*, volumen 41 (2), páginas 135-145.
- GRANT, R.M. (1991): «The Resource Based Theory of Competitive Advantage: Implications for Strategy Formulation», *California Management Review*, volumen 33, páginas 114-135.
- GRINER, E.H. (1996): «Stock Option Compensation, CEO Pay, and Corporate Performance: A Board-Level Perspective», *Journal of Managerial Issues*, volumen 8 (2), páginas 143-153.
- HALL, R. (1992): «The Strategic Analysis of Intangible Resources», *Strategic Management Journal*, volumen 13, páginas 135-144.
- HARRIS, D. y HELFAT, C. (1997): «Specificity of CEO Human Capital and Compensation», *Strategic Management Journal*, volumen 18 (11), páginas 895-920.
- HARVEY, M. y LUSCH, R. (1997): «Protecting the Core Competencies of a Company: Intangible Asset Security», *European Management Journal*, volumen 15 (4), páginas 370-380.
- HENDERSON, A.D. y FREDRICKSON, J.W. (1996): «Information-Processing Demands as a Determinant of CEO Compensation», *Academy of Management Journal*, volumen 39 (3), páginas 575-606.
- HOLMSTRÖM, B. (1979): «Moral Hazard and Observability», *The Bell Journal of Economics*, volumen 10 (1), páginas 74-92.
- JENSEN, M. y MECKLING, W.H. (1994): «Teoría de la Empresa: Gerencia, Costes de Agencia, Estructura de Propiedad», en Putterman, L. «Naturaleza de la Empresa», Alianza.
- JENSEN, M. y MURPHY, K.L. (1990a): «Performance Pay and Top Management Incentives», *Journal of Political Economy*, volumen 98 (2), páginas 225-264.
- JENSEN, M. y MURPHY, K.L. (1990b): «CEO Incentives: It's Not How Much You Pay But How», *Harvard Business Review*, volumen 68 (3), páginas 138-145.
- KERR, J. y BETTIS, R.A. (1987): «Boards of Directors, Top Management Compensation, and Shareholder Returns», *Academy of Management Journal*, volumen 30 (4), páginas 645-664.
- KIM, O. y SUH, Y. (1993): «Incentives Efficiency of Compensation Based on Accounting and Market Performance», *Journal of Accounting and Economics*, volumen 16, páginas 25-53.
- KROLL, M.; SIMMONS, S.A. y WRIGHT, P. (1990): «Determinants of Chief Executive Officer Compensation Following Major Acquisitions», *Journal of Business Research*, volumen 20, páginas 349-366.
- KROLL, M.; WRIGHT, P.; TOOMBS, L. y LEAVELL, H. (1997): «Form of Control: A Critical Determinant of Acquisition Performance and CEO Rewards», *Strategic Management Journal*, volumen 18 (2), páginas 85-96.
- KUMAR, R. y SOPARIWALA, P.R. (1992): «The Effect of Adoption of Long-Term Performance Plans on Stock Prices and Accounting Numbers», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, volumen 27 (4), páginas 561-573.
- LADO, A.A. y WILSON, M.C. (1994): «Human Resource Systems and Sustained Competitive Advantage: A Competency-Based Perspective», *Academy of Management Review*, volumen 19 (4), oct., páginas 699-727.
- LAM, R.B. (1984): «Competitive Strategic Management», Booz-Allen and Hamilton Inc.
- LAMBERT, R.A. y LARCKER, D.F. (1987): «An Analysis of the Use of Accounting and Market Measures of Performance in Executive Compensation Contracts», *Journal of Accounting Research*, volumen 25 (Suplemento), páginas 85-125.
- LAMBERT, R.A. (1993): «The Use of Accounting and Security Price Measures of Performance in Managerial Compensation Contracts», *Journal of Accounting and Economics*, volumen 16, páginas 101-123.
- LAWLER, E.E. (1986a): «La Retribución: Su Impacto en la Eficacia Empresarial», Hispano Europea, Barcelona.
- LAWLER, E.E. (1986b): «Determining Total Compensation: Strategic Issues», en Foulkes, F.K. (ed.), «Strategic Human Resources Management: A Guide for Effective Practice», Prentice Hall, páginas 216-227.
- LEONARD, J.S. (1990): «Executive Pay and Firm Performance», *Industrial and Labor Relations Review*, volumen 43 (Special Issue), páginas 13-29.
- LEWELLEN, W.G. y HUNTSMAN, B. (1970): «Managerial Pay and Corporate Performance», *The American Economic Review*, volumen 60 (2), páginas 710-720.
- LEWELLEN, W.G.; LODERER, C. y MARTIN, K. (1987): «Executive Compensation and Executive Incentive Problems: An Empirical Analysis», *Journal of Accounting and Economics*, volumen 9, páginas 287-310.
- MAHONEY, J.T. (1995): «The Management of Resources and The Resource of Management», *Journal of Business Research*, volumen 33, páginas 91-101.
- MARTIN, C. (1993): «Principales Enfoques en el Análisis de la Competitividad», *Papeles de Economía Española*, número 56, páginas 2-13.
- MASSON, R.T. (1971): «Executive Motivations, Earnings, and Consequent Equity Performance», *Journal of Political Economy*, volumen 79 (2), páginas 1278-1292.
- MCCONAUGHY, D.L. y MISHRA, C.S. (1996): «Debt, Performance-Based Incentives and Firm Performance», *Financial Management*, volumen 25 (2), páginas 37-51.
- MEHRAN, H. y YERMACK, D. (1998): «Compensation and Top Management Turnover», *Working Paper Series 1998*, Department of Finance, New York University, Leonard N. Stern School of Business.
- MIKKELSON, W.H. y RUBACK, R.S. (1985): «Takeovers and Managerial Compensation: A Discussion», *Journal of Accounting and Economics*, volumen 7, páginas 233-238.
- MONTES PEON, J.M. (1996): «Importancia Relativa y Significación de los Factores

- Empresariales de Competitividad», Tesis Doctoral, Universidad de Oviedo.
- MONTGOMERY, C.A. (1996): «Resource-Based and Evolutionary Theories of the Firm», Kluwer Academic Publishers, Massachusetts.
- MURPHY, K.J. (1985): «Corporate Performance and Managerial Remuneration. An Empirical Analysis», *Journal of Accounting and Economics*, volumen 7, abril, páginas 11-42.
- MURPHY, K.J. (1986a).- «Top Executives Are Worth Every Nickel They Get», *Harvard Business Review*, volumen 64 (2), páginas 125-132.
- MURPHY, K.J. (1986b): «Incentives, Learning, and Compensation: A Theoretical and Empirical Investigation of Managerial Labor Contracts», *Rand Journal of Economics*, volumen 17 (1), páginas 59-77.
- MURTHY, S. y SALTER, S. (1975): «Should CEO Pay be Linked to Results», *Harvard Business Review*, mayo-junio, páginas 66-73.
- O'REILLY, C.A. (III); MAIN, B.G. y CRYSTAL, G.S. (1988): «CEO Compensation as Tournament and Social Comparison: A Tale of Two Theories», *Administrative Science Quarterly*, volumen 33, páginas 257-274.
- OSORIO, M. (1983): «La Remuneración de los Ejecutivos (II): Fijación de la Remuneración y sus Componentes», *Alta Dirección*, número 111, sep-oct., páginas 59-65.
- PAULOVIC, E. (1994): «Choosing the Best Salary Surveys», *HR Magazine*, volumen 39 (4), abril, páginas 44-48.
- PENROSE, E.T. (1959): «The Theory of the Growth of the Firm», Wiley, New York.
- PÉREZ SANTANA, M.P. (1997): «Retribución de Altos Directivos en Empresas Españolas: Un Enfoque de Agencia», Tesis Doctoral, Dpto. Economía y Administración de Empresas, Universidad de Valladolid.
- PETERAF, M.A. (1993): «The Cornerstones of Competitive Advantage: A Resource-Based View», *Strategic Management Journal*, volumen 14 (3), páginas 179-191.
- PORTER, M.E. (1991): «Towards a Dynamic Theory of Strategy», *Strategic Management Journal*, volumen 12, páginas 95-119.
- PRAHALAD, C.K. y HAMEL, G. (1990): «The Core Competence of the Corporation», *Harvard Business Review*, mayo-junio, páginas 79-91.
- PUFFER, S.M. y WEINTROP, J.B. (1991): «Corporate Performance and CEO Turnover: The Role of Performance Expectations», *Administrative Science Quarterly*, volumen 36, páginas 1-19.
- RICH, J.T. y LARSON, J.A. (1984): «Why Some Long-Term Incentives Fail», *Compensation Review*, volumen 16 (1), páginas 26-37.
- ROMERO, M.G. (1996): «Los Modelos Retributivos Algorítmico y Experimental a Nivel de la Alta Dirección», *Dirección y Organización*, CEPADE, número 16, abril, páginas 60-70.
- RUMELT, R.P. (1987): «Theory, Strategy, and Entrepreneurship», en D. Teece (ed.) «The Competitive Challenge», Ballinger, Cambridge, páginas 137-158.
- SLOAN, R.G. (1993): «Accounting Earnings and Top Executive Compensation», *Journal of Accounting and Economics*, volumen 16, páginas 55-100.
- STEERS, R.M. y UNGSON, G.R. (1987): «Strategic Issues in Executive Compensation Decisions», en Balkin y Gómez-Mejía (1987) «New Perspectives on Compensation», Englewood Cliffs, Prentice Hall.
- STEWART, T.A. (1997): «CEO Pay: Mom Wouldn't Approve», *Fortune*, 31 de marzo, páginas 119-120.
- TEHRANIAN, H. y WAEGELEIN, J.F. (1985): «Market Reaction to Short-Term Executive Compensation Plan Adoption», *Journal of Accounting and Economics*, volumen 7, páginas 131-144.
- TEVLIN, S. (1996): «CEO Incentives Contracts, Monitoring Costs, and Corporate Performance», *New England Economic Review*, jan-feb, páginas 39-50.
- TOSI, H.L. y GOMEZ-MEJIA, L.R. (1989): «The Decoupling of CEO Pay and Performance: An Agency Theory Perspective», *Administrative Science Quarterly*, volumen 34, páginas 169-189.
- TOSI, H.L. y GOMEZ-MEJIA, L.R. (1994): «CEO Compensation Monitoring and Firm Performance», *Academy of Management Journal*, volumen 37 (4), páginas 1002-1016.
- TOSI, H.L.; GOMEZ-MEJIA, L.R. y HINKIN, T.R. (1987): «When the Cat is Away, the Mice Will Play: Managerial Control, Performance, and Executive Compensation», en Balkin y Gómez-Mejía (1987) «New Perspectives on Compensation», Englewood Cliffs, Prentice Hall.
- VALLE, R.; CABELLO, C. y GARCIA, M. (1996): «Estrategia Competitiva y Prácticas de Compensación. Evidencia Empírica de un Modelo Retributivo Español Diferenciado», *AEDEM*, volumen III (B), páginas 805-820.
- VELIYATH, R.; FERRIS, S.P. y RAMASWAMY, K. (1994): «Business Strategy and Top Management Compensation: The Mediating Effects of Employment Risk, Firm Performance and Size», *Journal of Business Research*, volumen 30 (2), páginas 149-159.
- WATSON, R.; STOREY, D.; WYNARCZYK, P.; KEASEY, K. y SHORT, H. (1996): «The Relationship Between Job Satisfaction and Managerial Remuneration in Small and Medium-Size Enterprises: An Empirical Test of Comparison Income and Equity Theory Hypotheses», *Applied Economics*, volumen 28, páginas 567-576.
- WILLIAMS, A.P. (1994): «Just Reward? The Truth About Top Executive Pay», Kogan Page, London.
- WILLIAMS, C.R. y LIVINGSTONE, L.P. (1994): «Another Look at The Relationship Between Performance and Voluntary Turnover», *Academy of Management Journal*, volumen 37 (2), páginas 269-298.
- WISEMAN, R.M. y GOMEZ-MEJIA, L.R. (1998): «A Behavioral Agency Model of Managerial Risk Taking», *Academy of Management Review*, volumen 23 (1), páginas 133-153.
- YARROW, G.K. (1972): «Executive Compensation and the Objectives of The Firm», en Cowling, K. «Market Structure and Corporate Behaviour: Theory and Empirical Analysis of The Firm», Gray-Mills Publishing Ltd., Londres.
- ZAJAC, E.J. (1990): «CEO Selection, Succession, Compensation and Firm Performance: A Theoretical Integration and Empirical Analysis», *Strategic Management Journal*, volumen 11, páginas 217-230.