

## **Documento de trabajo**

### **SEMINARIO PERMANENTE DE CIENCIAS SOCIALES**

**Estructura de propiedad y retribución de la dirección.  
Evidencia empírica para las empresas españolas cotizadas.**

**Montserrat Manzaque Lizano  
Elena Merino Madrid  
Regino Banegas Ochovo**

**SPCS Documento de trabajo 2008/7**  
<http://www.uclm.es/CU/csociales/DocumentosTrabajo>

© de los textos: sus autores.

© de la edición: Facultad de Ciencias Sociales de Cuenca.

Autores:

Nombre y Apellidos

[E-mail@uclm.es](mailto:E-mail@uclm.es)

Edita:

Facultad de Ciencias Sociales de Cuenca  
Seminario Permanente de Ciencias Sociales  
Avda. de los Alfares, 44

16.071-CUENCA

Teléfono (+34) 902 204 100

Fax (+34) 902 204 130

<http://www.uclm.es/CU/csociales/DocumentosTrabajo>

I.S.S.N.: 1887-3464

D.L.: CU-532-2005

Impreso en España – Printed in Spain.

# **Estructura de propiedad y retribución de la dirección.** **Evidencia empírica para las empresas españolas cotizadas.**

Montserrat Manzaque Lizano\*, Elena Merino Madrid y Regino Banegas

Ochovo.

*Departamento de Administración de Empresas, Área de contabilidad,  
Universidad de Castilla-La Mancha*

## **RESUMEN**

Este trabajo tiene como objetivo principal analizar la relación existente entre la propiedad de la empresa y la remuneración de los Consejos de Administración para las empresas cotizadas en el Sistema de Interconexión Bursátil Español (SIBE) o Mercado Continuo durante el ejercicio 2007, excluyendo las empresas financieras. Para ello, se presenta una revisión de la literatura previa al respecto y se desarrollan una serie de contrastes estadísticos sobre los datos obtenidos de estas empresas. De los resultados obtenidos se deduce que las empresas más concentradas atribuyen a sus Consejos de Administración menor remuneración por consejero, aunque destinan una mayor proporción de sus beneficios a la retribución de sus consejeros dominicales y ejecutivos. Asimismo, se aporta una evidencia empírica de que las empresas cuyo accionista principal es otra empresa o un inversor institucional destinan una mayor parte de sus beneficios a la compensación de los consejeros. Estos resultados son consistentes con los obtenidos por estudios previos sobre este aspecto.

**Indicadores JEL :** K00 - General

**Palabras Clave:** Retribución de la dirección, gobierno corporativo, estructura de propiedad de la empresa.

\* Autor para correspondencia: Facultad de Ciencias Sociales, Avda. Los Alfares, 44. C.P.16002, Cuenca. Tel. +34902204100 Ext. 4428, fax: +34 902 204 130.

Dirección de correo electrónico: [Montserrat.Manzaneque@uclm.es](mailto:Montserrat.Manzaneque@uclm.es)

## **1. INTRODUCCIÓN.**

Los últimos escándalos corporativos en EEUU (v.gr., Enron, WorldCom, Global Crossing, Tyco) y en Europa (v.gr. Parmalat, Ahold) han producido un incremento del interés por el estudio de la relación entre las características de la propiedad empresarial y su repercusión en el reparto de valor generado por la empresa, fundamentalmente a los miembros del Consejo de Administración, puesto que la eficiencia de éstos en el cumplimiento de su función de supervisión dependerá entre otros factores de la presión ejercida por los accionistas significativos sobre éste. Así pues, y como indica Murphy (1999) el número de trabajos relativos a la compensación de los órganos de gestión empresarial se ha incrementado en consonancia con los aumentos que se han producido en la remuneración de estos colectivos.

No obstante, la evidencia precedente se ha centrado en empresas de EEUU, UK, Alemania o Italia, mientras que hay poca evidencia de este aspecto en el contexto Español. Por este motivo, y dadas las particularidades de las empresas españolas, este trabajo tiene como principal objetivo poner de manifiesto la posible incidencia de la concentración de la propiedad y la naturaleza del principal accionista en el nivel de compensación a los miembros del Consejo de administración.

A este fin, el presente trabajo se ha estructurado en cuatro partes. En la primera de ellas se ha realizado una revisión de la literatura precedente existente sobre el tema y se han planteado las hipótesis a contrastar. En la segunda, se ha planteado el diseño de la investigación, definiéndose la muestra y las variables objeto de estudio, para continuar, en la tercera parte, con la aplicación de las técnicas estadísticas pertinentes y el análisis de los principales resultados. Finalmente, en la última parte se exponen las principales conclusiones y se plantean otras posibles extensiones a esta investigación.

## **2. REVISIÓN DE LA LITERATURA**

### **2.1. Estructura de la propiedad y compensación de la dirección**

La Teoría de la Agencia, desarrollada por Coase (1937), Jensen y Meckling (1976) y Fama y Jensen (1983a y b), estudia las relaciones entre accionistas y directivos y los conflictos de intereses subyacentes entre ambos. Los accionistas son neutrales al riesgo, ya que pueden diversificar sus inversiones, mientras que los directivos tienen aversión al riesgo, por lo que no llevarían a cabo inversiones arriesgadas que puedan suponer un fracaso, porque puede afectar a su reputación, a sus salarios futuros y al propio puesto de trabajo. De ahí que principal y agente se muevan por objetivos diferentes.

En la actualidad, existen diversos mecanismos de control (Palacín, 2002, p. 147; Sanfilippo, 2004, p. 102; Lozano *et al.*, 2004, p. 230), tanto externos (mercados de bienes y servicios; mercado de capitales; mercado de trabajo de los directivos; y mercado de control corporativo) como internos (Consejo de Administración; diseño de contratos de compensación; Junta General de Accionistas; y estructura financiera), que tienen como objetivo reducir la discrecionalidad de los directivos.

El diseño de los contratos de compensación de los directivos, como mecanismo para paliar el problema de agencia, ha alcanzado gran importancia en los últimos tiempos. Sin embargo, también se ha cuestionado si este mecanismo es eficaz para reducir los costes de agencia (Shleifer y Vishny, 1997) en la medida en que en muchos casos los propios directivos son los encargados de decidir sus salarios (Mueller y Yun, 1997; Bebchuk *et al.*, 2002). De ahí que muchos estudios se han centrado en analizar la relación entre la estructura de la propiedad y la remuneración de los directivos.

Con carácter previo, debemos mencionar que las empresas de USA y UK (llamadas anglosajonas) comúnmente presentan una propiedad muy dispersa mientras que, por el contrario, las empresas europeas se caracterizan por la alta concentración (Franks y Mayer, 1997; La Porta, Lopez de Silanes y Sheifer, 1999; Faccio y Lang, 2002). España no es una excepción como ya pusieron de manifiesto La Porta, Lopez de Silanes y Sheifer (1999) al recoger que el 85% de las empresas españolas tienen un accionista de control. De forma similar, Reyes (2002) que con una muestra de empresas cotizadas no financieras en el periodo 1996-1998 obtiene que, para el año 1998, el 82,98% de las empresas presentan una propiedad concentrada, considerando como propiedad concentrada cuando la participación del mayor accionista es superior al 10%.

Muchos son los estudios que encuentran una relación negativa entre la propiedad de acciones de los accionistas más importantes con el pago a los directivos (Goldberg e Idson, 1995; Cavalluzo y Sankaraguruswamy, 2000; Bertrand y Mullainathan, 2001; Cyert *et al.*, 2002; Elston y Goldberg, 2003; Haid y Yurtoglu, 2006; Barontini y Bozzi, 2008).

En EEUU, Goldberg e Idson (1995) con una muestra de las empresas incluidas en el *Fortune 500* encuentran una relación negativa entre la compensación de los directivos y el porcentaje de acciones poseído por los cinco mayores accionistas de la empresa, lo que interpretan como que la concentración de la propiedad reduce los costes de agencia derivados de la discrecionalidad de la dirección.

En Alemania, Elston y Goldberg (2003) con una muestra de empresas cotizadas durante el periodo 1970-1986 y Haid y Yurtoglu (2006) con una muestra durante el periodo 1987-2003 llegan a similares conclusiones, que cuanto mayor es la concentración de la propiedad menores son los niveles de compensación a los directivos.

En Italia, Barontini y Bozzi (2008) con una muestra de empresas cotizadas en el Mercado de Valores de Milán durante el periodo 1995-2002 concluyen que la alta concentración de la propiedad está asociada con niveles bajos de compensación a los directivos, de acuerdo con la hipótesis de que los últimos accionistas tienen un alto incentivo para controlar a los directivos y no extraen beneficios privados a través de una excesiva compensación.

En España, Eguidazu (1999) recoge que la retribución media de los consejeros de las empresas con dispersión de la propiedad es 3,5 veces mayor que la de las empresas que tengan un accionista o núcleo de accionistas que ostente más del 25% del capital.

En contra de los anteriores estudios, Ke, Petroni y Salieddine (1999) con una muestra de empresas de seguros, concluyen que alta concentración de la propiedad no tiene un efecto estadísticamente significativo sobre la compensación de los directivos.

A partir de lo anteriormente expuesto, proponemos la siguiente hipótesis:

***Hipótesis 1: Cuanto mayor sea el grado de concentración de la propiedad menor será la compensación de los consejeros.***

## **2.2. Naturaleza del control y compensación de la dirección**

Investigaciones teóricas previas sugieren la interacción entre la función de supervisión de los órganos ejecutivos y los incentivos retributivos que estos reciben. En este sentido, autores como Bedchuk *et al.* (2002) y Mueller y Yun (1997) sostienen que los directivos de las grandes empresas tienen suficiente discrecionalidad y poder para diseñar sus propios contratos retributivos.

Sobre esta materia, algunas investigaciones coinciden en señalar la existencia de relación entre la naturaleza del accionista principal y el nivel de retribución fijado para

los órganos ejecutivos y de control (Cavalluzzo y Sankaraguruswamy, 2000; Elston y Goldberg, 2003; Haid y Yurtoglu, 2006; Barontini y Bozzi, 2008). De este modo, el hecho de que el mayor accionista sea una empresa, una familia, una entidad bancaria u otras instituciones, puede generar diferentes comportamientos respecto al nivel de compensación establecida para los miembros del Consejo de Administración, quienes pueden utilizar su capacidad de decisión para influir subjetivamente en dicho aspecto.

Cuando el accionista principal es un **particular o una familia**, habitualmente suele tener una alta implicación emocional, tratándose en la mayoría de los casos, de fundadores o sucesores, cuyos intereses pueden o no aproximarse a los del resto de accionistas. En consecuencia, pueden actuar controlando la expropiación en el reparto de valor que otros agentes pueden realizar o actuando en propio beneficio, orientando el reparto de valor generado por la empresa hacia el logro de los objetivos familiares (Delgado *et al.*, 2008). Esta doble perspectiva se ve reflejada en los resultados obtenidos de estudios previos, cuyo objetivo es contrastar empíricamente la capacidad de la propiedad familiar para incidir en las retribuciones del Consejo de Administración. Así pues, mientras Cavalluzzo y Sankaraguruswamy (2000) encuentran un impacto negativo entre el nivel de propiedad en manos de agentes individuales o familias y el nivel de compensación de la dirección, Haid y Yurtoglu (2006) y Barontini y Bozzi (2008) llegan a la conclusión opuesta y encuentran una relación positiva entre la propiedad familiar y los pagos de la dirección.

En relación a la participación mayoritaria de las **entidades bancarias** en el capital social de otras empresas y su incidencia sobre las retribuciones establecidas para los consejeros, hay que destacar que las ventajas informativas de las que disfrutaban este tipo de entidades, unido a su función de acreedor de la compañía, pueden propiciar la efectividad de sus funciones de control (Haid y Yurtoglu, 2006). En este sentido,

Fitzroy y Schwalbach (1990), Schmid (1997) y Elston y Goldberg (2003), para empresas alemanas, encuentran una relación negativa entre la propiedad bancaria y el nivel de compensación de los consejeros y directivos de las mismas.

En cuanto a otro tipo de accionistas mayoritarios, cabe señalar que en la última década, los **fondos de pensiones y demás inversionistas institucionales** se están convirtiendo en los principales propietarios de capital social de las empresas que cotizan en bolsa en la mayoría de los países desarrollados, desplazando el poder hacia estos nuevos propietarios, lo que supone cambios tanto en la definición del propósito de las empresas como en su gobierno (Drucker, 2005).

No obstante, el sentido y magnitud de la incidencia de estos inversores en las retribuciones de los miembros del Consejo de Administración no es del todo clara, puesto que para algunos autores como Hartzell y Starks (2003) la presencia de grandes inversores institucionales está negativamente relacionada con el nivel de compensación de los miembros de los Consejos de Administración, mientras otros como Clay (2000) o Cosh y Hughes (1997) no encuentran una relación entre ambos elementos.

Por último, hacemos referencia a la participación del **estado u otros organismos públicos** como accionistas mayoritarios de una empresa, de los que se espera generen ineficiencias respecto a la retribución de los consejeros puesto que, como argumentan Shleifer y Vishny (1997), se trata de burócratas que no tienen derecho a recibir los flujos de caja que genera la empresa y, en consecuencia, carecen de incentivos para controlar eficientemente la organización. Sin embargo, como apuntan Barontini y Bozzi (2008) el impacto de este tipo de accionistas sobre la compensación del Consejo de Administración puede resultar ambigua, puesto que, por un lado, la falta de control que ejerce el principal accionista puede favorecer el establecimiento de mayores niveles

retributivos, y por otro, la presión de la opinión pública sobre este tipo de agentes puede limitar determinados excesos respecto a esta materia.

En relación a los planteamientos anteriores, se formula la siguiente hipótesis para esta investigación:

*Hipótesis 2: La naturaleza del principal accionista influye en el nivel de retribución fijado al Consejo de Administración.*

### **3. METODOLOGÍA**

#### **3.1. Muestra.**

Para la definición de la muestra de empresas objeto de estudio, hemos partido de todas las empresas cotizadas en el Sistema de Interconexión Bursátil Español (SIBE) o Mercado Continuo durante el ejercicio 2007 y el 2008, excluyendo las empresas financieras. La muestra está constituida inicialmente por 125 empresas, de las cuales se han tenido que eliminar aquéllas que no presentaban todos los necesarios para llevar a cabo el estudio, por lo que la muestra final queda constituida por 110 empresas no financieras.

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

#### **3.2. Definición de las variables**

### 3.2.1. Remuneración de los consejeros

El vigente Código Unificado de Buen Gobierno (2006) incluyó importantes novedades con respecto a la transparencia de la información sobre las retribuciones otorgadas a los consejeros, incorporando las directrices recogidas por la Recomendación de la Unión Europea de 14 de diciembre de 2004, de tal forma que la Memoria debe detallar las retribuciones individuales de los consejeros durante el ejercicio incluyéndose la siguiente información (CUBG, 2006, Recomendación 41):

Las empresas debían empezar a informar del seguimiento del CUBG en los Informes Anuales de Buen Gobierno correspondientes al ejercicio 2007. A partir de la consulta de los citados Informes, hemos constatado que en la mayoría de los casos no se ha seguido la citada recomendación por lo que en las Memorias de las empresas correspondientes al ejercicio 2007 no se ha incluido la información individualizada de la retribución de los consejeros. En España se da la misma circunstancia que en otros países europeos, tales como Alemania, donde a pesar de haberse establecido la recomendación de informar sobre la retribución individualizada en el *German Corporate Governance Code*, dicha recomendación apenas se ha seguido (Haid y Yurtoglu, 2006). Por el contrario, en Italia, desde 1998 es posible disponer de la información acerca de la retribución otorgada a cada uno de los consejeros (Barontini y Bozzi, 2008).

A partir de los datos disponibles, para cada una de las sociedades que componen la muestra, en primer lugar, se ha recogido manualmente de los Informes Anuales de Buen Gobierno, los importes agregados correspondientes al ejercicio 2007 de la remuneración del Consejo de Administración. En el total de la compensación se incluyen los siguientes conceptos: la retribución fija, la retribución variable, las dietas, las atenciones estatutarias, las opciones sobre acciones y/u otros instrumentos

financieros y otros conceptos retributivos. En segundo lugar, se ha recogido el número total de miembros que componen el Consejo de Administración con el objetivo de obtener la media anual de la remuneración por consejero (*PROMCOMP Consejero*) (Kato y Long, 2004; Haid y Yurtoglu, 2006; Crespi y Pascual-Fuster, 2008).

Para conseguir un mayor grado de información, se han tomado datos, de los Informes Anuales de Gobierno Corporativo, sobre el importe total de remuneración en función de la tipología de consejeros: ejecutivos, dominicales e independientes; así como el correspondiente número de consejeros ejecutivos, dominicales e independientes para obtener respectivamente la media de remuneración por tipología (*PROMCOMP ejecutivos*, *PROMCOMP dominicales* y *PROMCOMP independientes*).

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

### 3.2.2. Concentración de la propiedad.

Para medir la concentración de la propiedad de las empresas de la muestra se han utilizado cuatro variables. Las dos primeras se corresponden con los porcentajes de propiedad que de forma directa poseen el primer (*PPP*) y segundo accionista (*PPS*) (Reyes, 2002; Díaz y García, 2003; Haid y Yurtoglu, 2006; Delgado *et al.*, 2008). La tercera variable se corresponde con la diferencia de propiedad entre los dos primeros accionistas (*DPS*) con el objetivo de medir la “*capacidad del segundo accionista para controlar el poder del principal accionista*” (Delgado *et al.*, 2008, p. 194). Y, por último, la cuarta variable recoge el porcentaje de propiedad controlada por los

miembros del consejo de administración (*PPC*) (Díaz y García, 2003; Delgado *et al.*, 2008).

A efectos de posteriores contrastes, y siguiendo a Reyes (2002) se ha considerado que una empresa mantiene una propiedad concentrada (*CONC10*) cuando el accionista principal posee más del 10% de los derechos de voto y dispersa en otro caso<sup>1</sup>. Asimismo, se ha incluido como medida del grado de dispersión de la propiedad, la propuesta por Eguidazu (1999) quien considera como límite para establecer la existencia de concentración, la posesión por el accionista principal del 25% o mas del capital.

### 3.2.3. *Naturaleza del principal inversor.*

Para indicar la naturaleza del mayor inversor, y siguiendo las clasificaciones utilizadas por estudios previos (Elston y Goldberg 2003; Haid y Yurtoglu, 2006), se han tomado las siguientes categorías:

a) Empresas (EMP), aquellas en las que una empresa es la poseedora de la mayoría del capital.

b) Familias o Individuos (IND), cuando el poseedor de la mayoría del capital social es una persona física o una familia.

c) Entidades bancarias (ENB), aquellas empresas en las que es una entidad bancaria la que controla la mayoría del capital social.

d) Inversores institucionales (IIN), cuando el mayor inversor es una sociedad de inversión.

---

<sup>1</sup> Reyes (2002) argues that it has chosen this and not the limit of 5% property since the Spanish market is a highly concentrated market.

e) Otros (OTR), cuando el mayor inversor es alguno no incluido en las categorías anteriores (gobierno, propiedad mixta, etc.).

#### 3.2.4. Variables de control

Se utilizan como variables de control el tamaño, el sector de actividad al que pertenece la empresa y la rentabilidad económica. Para medir el tamaño de la empresa (*Tamaño*) algunos estudios utilizan las ventas (Baker *et al.*, 1988), sin embargo, puesto que en la muestra no sólo se incluyen empresas industriales sino también sociedades de inversión, tal y como recogen Barontini y Bozzi (2008), las ventas puede resultar una medida ambigua. De ahí que se utilice para medir el tamaño, el logaritmo natural del total de los activos (Cyert *et al.*, 2002; Cheung *et al.*, 2003; Ben Ali *et al.*, 2007; Wei, 2007; Barontini y Bozzi, 2008) y tal y como han demostrado algunos estudios (Baker *et al.*, 1988; Barontini y Bozzi, 2008) se espera que haya una relación positiva con el nivel de compensación de los consejeros.

La segunda variable de control es el sector de actividad al que pertenece la empresa (*Sector*), variable que ha sido utilizada previamente por autores como Schwalbach (1991), Schwalbach y Grasshoff (1997), Elston y Goldberg (2003) y Cole *et al.* (2007), entre otros. Respecto a este aspecto, Schwalbach (1991) fue uno de los pioneros llegando a demostrar, para una muestra de empresas alemanas, que el tamaño y el sector tienen un efecto importante sobre la determinación de la compensación del Consejo de Administración.

A efectos de realizar la clasificación sectorial se ha seguido el criterio establecido para las empresas que cotizan en cualquier bolsa de valores española y que entró en vigor el 1 de enero de 2005. Dicha clasificación distingue 6 sectores y 30 subsectores. Los sectores definidos son los siguientes: 1. Petróleo y energía; 2. Materiales básicos, industria y construcción; 3. Bienes de consumo; 4. Servicios de

consumo; 5. Servicios financieros e inmobiliarias; y, 6. Tecnología y telecomunicaciones.

La tercera y última variable de control es la rentabilidad económica (*ROA*), definida como el ratio entre el resultado de explotación y el activo total. En la literatura precedente existe una amplia evidencia de la influencia de la rentabilidad económica sobre el nivel de compensación del Consejo de Administración de una empresa (Conyon y Schwalbach, 1999; Haid y Yurtoglu 2006; Barontini y Bozzi, 2008). En contraposición a esta idea, Schwalbach and Grasshoff (1997) llegan a la conclusión de que la rentabilidad tienen una influencia poco significativa sobre el nivel de retribución del Consejo de Administración.

#### **4. RESULTADOS**

En la **tabla I** se recoge un análisis descriptivo de la muestra para todas las variables seleccionadas. A este respecto, los datos revelan una elevada compensación de los consejeros en el contexto español, especialmente de los ejecutivos, que reciben, de media, un 12% de los beneficios netos para una media de ejecutivos de 2,1. Por su parte, la remuneración media del total de los miembros del Consejo alcanza el 22%. Estas cifras son superiores a las obtenidas por otros estudios, aunque estas comparaciones deban realizarse con cierta cautela. Por ejemplo, Haid y Yurtoglu (2006), para una muestra de empresas alemanas, obtienen, en términos medios, una remuneración de los consejeros ejecutivos de aproximadamente el 8% de los beneficios, con una media de 3,7 de consejeros ejecutivos, sin embargo, hay que matizar que dicho estudio abarca como período de estudio los años 1987-2003 estando los datos deflactados a precios constantes de 1995 y mostrando una tendencia alcista, lo que podría traducirse en un incremento de esas cifras para el momento actual. Por otro lado, en EEUU y durante el período 1998-2002, según recogen Bebchuk y Grinstein (2004),

los cinco consejeros que más cobran (*companies' top five managers*) lo hacen en un importe del 7,5% de los beneficios. En cualquier caso, los resultados de este estudio son consistentes con los obtenidos por Eguidazu (1999) quien obtiene una remuneración media para las empresas españolas cotizadas en el año 1997 un 57% mayor a la recibida por los consejeros americanos y dos o tres veces superior a los franceses e italianos.

Respecto a la concentración de la propiedad, cabe destacar el porcentaje que ostentan los miembros del Consejo de Administración que en término medio alcanza el 26%. La media de la participación accionarial directa del mayor accionista para las empresas de la muestra se sitúa en el 34%, resultado muy cercano al estudio de Crespi y García-Cestona (2002) en el que este porcentaje se sitúa entorno al 32%. Por su parte, el diferencial entre el primer y segundo accionista es aproximadamente del 18% pudiendo afirmar que se ha reducido en los últimos años, ya que el mismo estudio de Crespi y García-Cestona recogen un diferencial que oscila entre el 25,13 y el 22,13%.

Los indicadores de concentración revelan una elevada proporción de empresas con propiedad concentrada (*PC*), así pues, un 82,73% de las empresas de la muestra tienen un accionista principal que posee más del 10% del capital (*CONC10*) y un 51,82%, alguno que posee más del 25% (*CONC25*). Estos resultados están en consonancia con los obtenidos en otros estudios realizados en España. Por ejemplo, en el estudio de Reyes (2002) con una muestra de 141 empresas cotizadas en la Bolsa de Madrid, obtiene para el año 1998 que el 82,98% de las empresas de la muestra se pueden considerar de propiedad concentrada, utilizando el criterio del 10% de posesión accionarial.

En cuanto a la naturaleza del principal inversor, para el año objeto de estudio, predominan las empresas (46,36%), seguidas de inversores instituciones (21,82%) y de las familias o personas individuales (17,27%). Comparando estas características de la

muestra con la utilizada por Reyes (2002), en su estudio realizado para el año 1998, podemos destacar por un lado, el mantenimiento de las empresas como principales propietarias (en 1998, suponían el 45,39%); y, por otro, el considerable incremento de los inversores institucionales que han cuadruplicado su participación en las empresas no financieras en casi 10 años (presentaban una participación accionarial en el año 1998 del 6,38%). Dicho incremento ha ido en detrimento de la participación de las familias o personales individuales (en 1998, ostentaban el 27,66%). Finalmente, podemos destacar la escasa participación de las entidades bancarias lo que podría explicar las elevadas retribuciones, puesto que, según investigaciones empíricas previas vienen actuando como controladores de la expropiación de valor.

La muestra está dominada por empresas de los sectores de Materiales Básicos, Industria y Construcción (27,27%) y Bienes de Consumo (25,45%). Alrededor del 19% forma parte de Servicios Financieros e Inmobiliarias, el 15,45% de Servicios de Consumo y el 10% del sector Petróleo y Energía. Finalmente, el 2,73% lo constituyen empresas de Tecnología y Telecomunicaciones.

Analizadas las características de la muestra, en la **tabla II** se recoge la matriz de correlaciones para todas las variables consideradas, mostrando una relación positiva entre el tamaño de la empresa y la compensación que recibe cada consejero. No obstante, las empresas más grandes parecen destinar un menor porcentaje de sus beneficios a la compensación de sus directivos. Por el contrario, el resto de variables parecen no tener relación lineal significativa con las medidas de compensación a consejeros que han sido utilizadas en este estudio, motivo por el cual, se ha procedido a contrastar las hipótesis mediante un análisis de las diferencias de medias de los distintos grupos.

Continuando con el análisis de resultados, en la **tabla III** se recogen los contrastes de la relación entre la concentración de la propiedad y la compensación de los miembros del Consejo de Administración. Así pues, incluye el análisis de normalidad de las variables y el correspondiente contraste de medias, mostrando una relación positiva entre la concentración de la propiedad y la compensación sobre el beneficio obtenida por los consejeros ejecutivos y dominicales, de tal modo que, por término medio, las empresas más concentradas (*CONC10*) pagan, aproximadamente, un 48% más que las dispersas. No ocurre lo mismo si tomamos como referencia del nivel de concentración la variable *CONC25*. En este segundo caso, es la retribución por consejero la que parece ser menor para las empresas concentradas (-40%) lo que coincide con los resultados obtenidos por Goldberg e Idson (1995), Cavalluzo y Sankaraguruswamy (2000), Elston y Goldberg (2003) y Barontini y Bozzi (2008) entre otros. También en este caso, el tamaño de las empresas, cuya propiedad se ha clasificado como dispersa, parece ser significativamente mayor.

En este sentido, respecto a la contrastación de la primera de las hipótesis planteadas, puede significarse que la retribución media recibida por consejero en aquellas empresas más concentradas (*CONC25*) es mayor que en las consideradas como dispersas y que las empresas más concentradas (*CONC10*) destinan, por término medio, mayor parte de sus beneficios netos a la compensación de los consejeros ejecutivos y los dominicales.

Respecto a la relación entre la naturaleza del principal accionista y la compensación de los miembros del Consejo de Administración el análisis de diferencias de medias parece indicar que las empresas cuyo accionista principal es otra empresa o un inversor institucional destinan una mayor parte de sus beneficios a la retribución de los consejeros.

## 5. CONCLUSIONES.

Este trabajo se había planteado probar, a través de una contrastación empírica, la relación existente entre el grado de concentración de la empresa y la naturaleza del accionista principal sobre las retribuciones establecidas para los miembros del Consejo de Administración, en el ámbito español y para la información obtenida de las empresas cotizadas en el Sistema de Interconexión Bursátil Español (SIBE) o Mercado Continuo durante el ejercicio 2007, excluyendo las empresas financieras.

Los resultados obtenidos muestran que la concentración de la propiedad, entendida como la posesión de un 10% o más del capital por parte del primer accionista, no tiene una influencia significativa sobre la compensación de los miembros del Consejo de Administración. No obstante, los análisis sobre diferencias de medias entre empresas concentradas y dispersas muestran que las empresas más concentradas destinan una mayor proporción del beneficio a retribuciones a los miembros del Consejo de Administración. Asimismo, la utilización de otra medida de concentración, en la que se establece un límite del 25% de propiedad para determinar si esta es concentrada o dispersa, tampoco parece estar correlacionada con el nivel de compensación, si bien, y al igual que en el caso anterior, el análisis de diferencias de medias evidencia una menor retribución por consejero para las empresas cuya propiedad está más concentrada. En este caso, nuestra evidencia es consistente con trabajos previos (Goldberg e Idson, 1995; Cavalluzo y Sankaraguruswamy, 2000; Elston y Goldberg, 2003; y, Barontini y Bozzi, 2008, etc.) que también han mostrado una relación negativa entre el grado de concentración de la propiedad y las retribuciones del Consejo de administración.

Respecto a la naturaleza del principal accionista destaca la mayor compensación recibida por aquellas empresas cuyo accionista principal es otra empresa o un inversor institucional.

Desde nuestro punto de vista, las implicaciones que ha podido suponer la publicación del Código Unificado de Gobierno Corporativo, y su aplicación en el año 2007, puede influir significativamente en las relaciones que se han propuesto, por lo cuál, una extensión relevante de esta investigación es el análisis de la evolución de las variables seleccionadas durante los últimos años, a efectos de comprobar si la promulgación de este Código ha supuesto cambios importantes. También puede ser interesante analizar con más detalle los diferentes sistemas de retribución utilizados por las empresas objeto de estudio, dadas las diferentes implicaciones que cada uno de ellos tiene sobre los miembros del Consejo, y utilizar otras medidas de concentración que reflejen el control efectivo de los accionistas sobre la empresa.

## BIBLIOGRAFÍA

Barantoni, R. y Bozzi, S. (2008): “Executive compensation and ownership structure: empirical evidence for Italian listed companies”. [En línea] <http://www.efmaefm.org> [Fecha consulta: 6/10/2008].

Bebchuk, I.A.; Fried, J.N. y Walker, D.I. (2002): “Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation”. *The University of Chicago Law Review*, 69: 751-846.

Ben Ali, C.; Trabelsi, S. y Gettler Summa, M. (2007): “Disclosure quality and ownership structure: evidence from the French Stock Market”. [En línea] <http://www.essec-kpmg.net> [Fecha consulta: 6/10/2008].

Bertrand, M. y Mullainathan, S. (2001): “Are CEOs rewarded for luck? The ones without principles are”. *Quarterly Journal of Economics*, 116 (3): 901-932.

Cavalluzzo, K. y Sankaraguruswamy, S. (2000): “Pay-to-accounting performance and ownership structure in privately-held small corporations”. [En línea] <http://ssrn.com/abstract=241154> [Fecha de consulta: 13/9/2008].

Cay, D. (2000): The Effects of Institutional Investment on CEO Compensation. WP.

Cheung, Y.; Stouraitis, A. y Wong, A. (2003): “Ownership concentration and executive compensation in closely held firms: evidence from Hong Kong”. [En línea] <http://ssrn.com/abstract=1009149> [Fecha consulta: 2/10/2008].

Coase, R. (1937): “The nature of the firm”. *Economics*, 4: 386-405.

Comisión Nacional del Mercado de Valores (2006): Informe del Grupo Especial de Trabajo sobre Buen Gobierno de las sociedades cotizadas (Código Unificado de Buen Gobierno) [En línea] <http://www.cnmv.es> [Fecha consulta: 5/10/2008].

Conyon, J. y Schwalbach, J (1999) “Executive Compensation: Evidence from the United Kingdom and Germany,” *manuscript*, November.

Cosh, A. and Hughes, A. (1997): “Executive Remuneration. Executive Dismissal and Institutional Change”. *International Journal of Industrial Organization*, 15: 469-492.

Cyert, R.M.; Kang, S. y Praveen, K. (2002): “Corporate governance, takeovers and top-management compensation: theory and evidence”. *Management Science*, 48 (4): 453-469.

Delgado, J.B.; De Quevedo, E. y Blanco, V. (2008): “La influencia de la estructura de propiedad sobre la reputación corporativa. Evidencia empírica para el caso Español”. *Contabilidad y Tributación. Comentarios y casos prácticos*, 307: 185-208.

Díaz Díaz, B. y García Olalla, M. (2003): “Estructura accionarial y creación de valor. Análisis empírico del comportamiento supervisor y de los beneficios privados de los inversores”. *Economía Industrial*, 352: 145-162.

Drucker, P.F. (2005): *La productividad del trabajador del conocimiento: máximo desafío*. Obra colectiva: Gestión del Capital Humano. Ediciones Deusto., Barcelona.

Eguidazu Mayor, S. (1999): *Creación de valor y gobierno de la empresa*. Editorial Gestión 2000. Madrid. Págs. 389.

Elston, J.A. y Goldberg, L.G. (2003): “Executive Compensation and Agency Cost in Germany”. *Journal of Banking and Finance*, 27: 1391-1410.

Faccio, M. y Lang, L.H.P. (2002): “The ultimate ownership of Western European Corporations”. *Journal of Financial Economics*, 65: 365-395.

Fama, E. y Jensen, M.C. (1983a): “Separation of ownership and control”. *Journal of Law and Economics*, 26: 301-325.

— (1983b): “Agency problems and residual claims”. *Journal of Law and Economics*, 26: 327-349.

FitzRoy, F.R. and Schwalbach, J. (1990): Managerial compensation and Firm performance: Some evidence from West Germany. WZB, Discussion Paper, FS IV, 90-20.

Franks, J. y Mayer, C. (1997): “Corporate ownership and control in the UK, Germany and France”. *Journal of Applied Corporate Finance*, 9: 30-45.

Goldberg, L.G y Idson, T.L. (1995): “Executive compensation and agency effects”. *The Financial Review*, 30: 313-335.

Haid, A. y Yurtoglu, B.B. (2006): “Ownership structure and executive compensation in Germany”. [En línea] <http://ssrn.com/abstract=948926> [Fecha consulta: 1/10/2008].

Hartzell, J.C. y Starks, L.T. (2003): “Institutional Investors and Executive Compensation”. *The Journal of Finance*, 58: 2351-2374.

Jensen, M.C. y Meckling, W.H. (1976): “Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure”. *Journal of Financial Economics*, 3: 305-360.

Ke, B.; Petroni, K. y Safieddine, A. (1999): “Ownership concentration and sensitivity of executive pay to accounting performance measures: evidence from

publicly and privately-held insurance companies”. *Journal of Accounting and Economics*, 28: 185-209.

La Porta, R.; Lopez-de-Silanes, F. y Shleifer, A. (1999): “Corporate ownership around the World”. *Journal of Finance*, 54: 471-517.

Larcker, D.F. (1983): “The association between performance plan adoption and corporate capital investment”. *Journal of Accounting and Economics*, 5: 3-30.

Lozano García, M.B.; De Miguel Higaldo, A. y Pindado García, J. (2004): El conflicto accionista-directivo: problemas y propuestas de solución. *Información Comercial Española (ICE)*, 813: 225-246.

Milgrom, P. y Roberts, J. (1992): *Economics, organization and management*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall.

Muller, D.C. y Yun, L. (1997): “Managerial discretion and executive compensation”. *International Journal of Industrial Organization*, 15: 441-454.

Murphy K.J. (1999), Executive Compensation, in O. Ashenfelter, D. Card (a cura di), *Handbook of Labor Economics*, North-Holland, Amsterdam, vol. 3.

Palacín Sánchez, M.J. (2002): El gobierno de empresas: mecanismos de control interno y mecanismos de control externo. *Esic Market*, 113: 143-170.

Recomendación de la Comisión de 14 de diciembre de 2004 relativa a la promoción de un régimen adecuado de remuneración de los consejeros de las empresas con cotización en bolsa (2004/913/CE) (Diario Oficial L 385 de 29/12/2004).

Reyes Recio. L.E. (2002): “La estructura de propiedad y control de las empresas no financieras cotizadas: una descripción de la situación actual ante las reformas del gobierno corporativo”. *Dirección y Organización*, 27: 112-126.

Sanfillipo Azofra, S. (2004): *Fusiones y adquisiciones bancarias: características e implicaciones de las operaciones realizadas por las entidades de crédito europeas* [En línea] [http://www.tdr.cesca.es/TESIS\\_UC/AVAILABLE/TDR-0427105-111545](http://www.tdr.cesca.es/TESIS_UC/AVAILABLE/TDR-0427105-111545) [Fecha consulta: 12/12/2005].

Schmid, F.A., (1997): “Vorstandsbezüge, Aufsichtsratsvergütung und Aktionärsstruktur”. *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, vol. 1, pp. 67–83.

Schwalbach, J. (1991): “Principal/Agent-Problem, Managervergütung und Unternehmenserfolg,” WZB, Discussion Paper FS IV 91-5.

Schwalbach, J. y Grasshoff, U.(1997): “Managervergütung und Unternehmenserfolg,” *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, Nr. 2, 203-217.

Shleifer, A. y Vishny, R.W. (1997): “A survey of Corporate Governance”. *Journal of Finance*, June, 737-783.

Wei, C. (2007): “Ownership structure, corporate governance and company performance in China”. *Asia Pacific Business Review*, 13 (4): 519-545.

**Tabla I. Análisis descriptivo de la muestra.**

Esta tabla presenta un análisis descriptivo de la muestra respecto a las variables objeto de estudio: Remuneración media de los miembros del Consejo de Administración (*PROMCOMP Consejero*); remuneración media de consejeros ejecutivos (*PROMCOMP ejecutivos*); remuneración media de consejeros dominicales (*PROMCOMP dominicales*); remuneración media de consejeros independientes (*PROMCOMP independientes*); porcentaje de derechos de voto poseído por el principal accionista (*PPP*); porcentaje de derechos de voto poseído por el segundo accionista (*PPS*); diferencia de propiedad entre el primer y segundo accionista (*DPS*); porcentaje de propiedad controlada por los miembros del Consejo de administración (*PPC*); concentración de la propiedad (límite 10% *CONC10*; límite del 25% *CONC25*); naturaleza del control (*Empresa =EMP; Familia o persona individual = IND; Entidad Bancaria = ENB; Inversores Institucionales = IIN; Otros = OTR*); Tamaño (*Ln Activo total*); Rentabilidad Económica (*ROA*); y, Sector de actividad (*1. Petróleo y energía, 2. Materiales básicos, industria y construcción, 3. Bienes de consumo, 4. Servicios de consumo, 5. Servicios financieros e inmobiliarios, 6. Tecnología y telecomunicaciones*)

<b>REMUNERACIÓN DE LOS MIEMBROS DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN</b>					
	<b>N</b>	<b>Mínimo</b>	<b>Máximo</b>	<b>Media</b>	<b>Desv. típ.</b>
<i>PROMCOMP Consejero</i>	110,00	11285,71	934822,30	216371,62	207043,33
<i>PROMCOMP ejecutivos</i>	101,00	0,00	4925500,00	816612,71	947393,83
<i>PROMCOMP dominicales</i>	104,00	0,00	433600,00	83367,34	86411,94
<i>PROMCOMP independientes</i>	102,00	0,00	1344000,00	99904,69	148007,80
<i>COMEAR Consejo</i>	110,00	-2,28	14,15	0,22	1,50
<i>COMEAR ejecutivos</i>	109,00	-2,22	11,23	0,12	1,13
<i>COMEAR dominicales</i>	109,00	-0,09	1,23	0,04	0,16
<i>COMEAR independientes</i>	109,00	-0,10	2,89	0,05	0,33
<b>CONCENTRACIÓN DE LA PROPIEDAD</b>					
	<b>N</b>	<b>Mínimo</b>	<b>Máximo</b>	<b>Media</b>	<b>Desv. típ.</b>
PPP	110,00	0,05	0,99	0,34	0,25
PPS	96,00	0,00	0,91	0,13	0,12
DPS	96,00	0,00	0,85	0,18	0,22
PPC	110,00	0,00	0,99	0,26	0,28
<b>Concentración de la propiedad límite 10% (CONC10)</b>					
	<b>N</b>	<b>%</b>			
PROPIEDAD CONCENTRADA	91,00	82,73			
PROPIEDAD DISPERSA	19,00	17,27			
<b>Concentración de la propiedad límite 25% (CONC25)</b>					
	<b>N</b>	<b>%</b>			
PROPIEDAD CONCENTRADA	57,00	51,82			
PROPIEDAD DISPERSA	53,00	48,18			
<b>NATURALEZA DEL PRINCIPAL INVERSOR</b>					
	<b>N</b>	<b>%</b>			
EMP	51,00	46,36			
IND	19,00	17,27			
ENB	10,00	9,09			
IIN	24,00	21,82			
OTR	6,00	5,45			
<b>VARIABLES CONTROL</b>					
	<b>N</b>	<b>Mínimo</b>	<b>Máximo</b>	<b>Media</b>	<b>Desv. típ.</b>
Tamaño	110	15,73	25,14	20,27	1,81
ROA	110	-0,57	90,32	0,87	8,61
<b>Sector de Actividad</b>	<b>N</b>	<b>%</b>			
(1) Petróleo y energía	11,00	10,00			
(2) Materiales básicos, industria y const.	30,00	27,27			
(3) Bienes de consumo	28,00	25,45			
(4) Servicios de consumo	17,00	15,45			
(5) Servicios financieros e inmobiliarias	21,00	19,09			
(6) Tecnología y telecomunicaciones	3,00	2,73			

**Tabla II. Matriz de correlaciones.**

La siguiente tabla ofrece la matriz de correlaciones, para cada par de variable, conteniendo el valor alcanzado por el Coeficiente de Correlación de Pearson y el nivel de significación del mismo [\*\* La correlación es significativa al nivel 0,01 (bilateral); y, \* La correlación es significativa al nivel 0,05 (bilateral)], informando sobre el grado y sentido de la relación existente entre dos variables.

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
1.PROMCOMPConsejero																	
2. PROMCOMPejecutivos	,780(**)																
3. PROMCOMPdominicales	,567(**)	,379(**)															
4. PROMCOMPindependientes	,539(**)	,377(**)	,287(**)														
5.COMEAR Consejo	-,044	-,007	,004	,011													
6. COMEAR ejecutivos	-,039	-,019	-,014	,008	,951(**)												
7. COMEAR dominicales	-,003	,068	,123	,043	,717(**)	,480(**)											
8.COMEAR independientes	-,041	,045	,028	,013	,700(**)	,446(**)	,957(**)										
9. PPP	,135	,005	-,060	,144	-,114	-,090	-,140	-,124									
10. PPS	,072	-,001	,040	,138	,017	,030	-,014	-,016	,309(**)								
11.DPS	,117	-,006	-,082	,068	-,134	-,116	-,135	-,123	,859(**)	-,220(*)							
12. PPC	-,064	-,120	-,169	-,107	,103	,142	-,024	-,027	-,069	-,111	-,082						
13. CONC10	-,017	-,035	-,095	-,034	,066	,048	,097	,074	,499(**)	,272(**)	,384(**)	-,027					
14. CONC25	,174	,065	-,010	,117	-,168	-,143	-,186	-,159	,830(**)	,209(*)	,753(**)	-,040	,441(**)				
15. NATURALEZA	-,015	,065	,028	,191	-,063	-,093	-,005	,034	-,076	-,103	,085	-,086	,041	-,067			
16. Tamaño	,528(**)	,495(**)	,371(**)	,402(**)	-,232(*)	-,181	-,272(**)	-,253(**)	,215(*)	,031	,102	-,104	-,034	,169	,167		
17. ROA	,047	,059	,146	-,002	-,014	-,010	-,018	-,016	,059	,167	-,005	-,093	,043	,099	-,087	-,240(**)	
18. SECTOR2	-,068	-,041	-,111	-,153	-,009	,034	-,135	-,099	,038	-,045	,018	,155	-,076	,017	-,013	,025	-,154

**Tabla III. Diferencias de medias para grado de concentración de la propiedad y nivel de compensación a los miembros del Consejo de Administración (CONC10)**

En esta tabla se aporta un análisis de las variables cuyos resultados hacen rechazar la hipótesis de normalidad ( $p \leq 0,05$ ) procediendo a realizar pruebas de contraste de diferencia de medias de carácter no paramétrico, cuyas hipótesis obvian la existencia de una distribución concreta de la muestra. Entre los diferentes contrastes no paramétricos se ha optado por la prueba U de Mann-Whitney.

		Kolmogorov-Smirnov(a)			Shapiro-Wilk		
		Estadístico	gl	Sig.	Estadístico	gl	Sig.
PROMCOMPConsejero	PD	0,272	15	0,004	0,847	15	0,016
	PC	0,181	75	0,000	0,830	75	0,000
PROMCOMPejecutivos	PD	0,264	15	0,006	0,752	15	0,001
	PC	0,185	75	0,000	0,783	75	0,000
PROMCOMPdominicales	PD	0,293	15	0,001	0,758	15	0,001
	PC	0,145	75	0,000	0,853	75	0,000
PROMCOMPindependientes	PD	0,221	15	0,046	0,817	15	0,006
	PC	0,262	75	0,000	0,425	75	0,000
COMEAR Consejo	PD	0,207	15	0,084	0,880	15	0,047
	PC	0,455	75	0,000	0,218	75	0,000
COMEAR ejecutivos	PD	0,362	15	0,000	0,683	15	0,000
	PC	0,455	75	0,000	0,208	75	0,000
COMEAR dominicales	PD	0,262	15	0,007	0,723	15	0,000
	PC	0,396	75	0,000	0,273	75	0,000
COMEAR independientes	PD	0,241	15	0,019	0,900	15	0,094
	PC	0,432	75	0,000	0,218	75	0,000
Tamaño	PD	0,175	15	0,200	0,912	15	0,145
	PC	0,080	75	0,200	0,980	75	0,272
ROA	PD	0,165	15	0,200	0,887	15	0,061
	PC	0,516	75	0,000	0,098	75	0,000
SECTOR2	PD	0,258	15	0,008	0,907	15	0,120
	PC	0,195	75	0,000	0,918	75	0,000

	PD			PC			Mann-Whitney
	Media	N	Desv. típ.	Media	N	Desv. típ.	
PROMCOMPConsejero	224177,1777	19	222912,9555	214741,8877	91	204848,8277	0,87
PROMCOMPejecutivos	890657,8431	17	1178401,3821	801627,3819	84	901306,6951	0,81
PROMCOMPdominicales	101906,1179	17	123280,3780	79744,8249	87	77680,7893	0,92
PROMCOMPindependientes	111170,5882	17	112854,3584	97651,5137	85	154541,1966	0,67
COMEAR Consejo	0,0062	19	0,1553	0,2675	91	1,6473	0,10
COMEAR ejecutivos	0,0003	18	0,1181	0,1443	91	1,2309	0,06
COMEAR dominicales	-0,0006	18	0,0274	0,0422	91	0,1794	0,04
COMEAR independientes	0,0002	18	0,0144	0,0652	91	0,3559	0,12
Tamaño	20,4059	19	2,0585	20,2448	91	1,7700	0,90
ROA	0,0661	19	0,0828	1,0380	91	9,4643	0,60

**Tabla IV. Diferencias de medias para grado de concentración de la propiedad y nivel de compensación a los miembros del Consejo de Administración (CONC25)**

En esta tabla se aporta un análisis de las variables cuyos resultados hacen rechazar la hipótesis de normalidad ( $p \leq 0,05$ ) procediendo a realizar pruebas de contraste de diferencia de medias de carácter no paramétrico, cuyas hipótesis obvian la existencia de una distribución concreta de la muestra. Entre los diferentes contrastes no paramétricos se ha optado por la prueba U de Mann-Whitney.

		Kolmogorov-Smirnov(a)			Shapiro-Wilk		
		Estadístico	gl	Sig.	Estadístico	gl	Sig.
PROMCOMPConsejero	PC	0,23	44	0,000	0,80	44	0,000
	PD	0,14	46	0,018	0,85	46	0,000
PROMCOMPejecutivos	PC	0,25	44	0,000	0,70	44	0,000
	PD	0,14	46	0,033	0,86	46	0,000
PROMCOMPdominicales	PC	0,17	44	0,003	0,82	44	0,000
	PD	0,20	46	0,000	0,81	46	0,000
PROMCOMPindependientes	PC	0,18	44	0,001	0,81	44	0,000
	PD	0,29	46	0,000	0,43	46	0,000
COMEAR Consejo	PC	0,46	44	0,000	0,24	44	0,000
	PD	0,43	46	0,000	0,38	46	0,000
COMEAR ejecutivos	PC	0,46	44	0,000	0,22	44	0,000
	PD	0,43	46	0,000	0,34	46	0,000
COMEAR dominicales	PC	0,39	44	0,000	0,35	44	0,000
	PD	0,36	46	0,000	0,59	46	0,000
COMEAR independientes	PC	0,46	44	0,000	0,27	44	0,000
	PD	0,34	46	0,000	0,60	46	0,000
Tamaño	PC	0,09	44	0,200	0,98	44	0,489
	PD	0,08	46	0,200	0,97	46	0,248
ROA	PC	0,19	44	0,000	0,87	44	0,000
	PD	0,52	46	0,000	0,14	46	0,000
SECTOR2	PC	0,23	44	0,000	0,91	44	0,002
	PD	0,20	46	0,000	0,88	46	0,000

	PC			PD			Mann-Whitney
	Media	N	Desv. típ.	Media	N	Desv. típ.	
PROMCOMPConsejero	181785,91	57,00	186605,98	253567,57	53,00	222786,84	0,03
PROMCOMPejecutivos	755939,87	51,00	1063187,28	878499,00	50,00	818883,15	0,06
PROMCOMPdominicales	84226,26	52,00	90629,34	82508,43	52,00	82856,97	0,89
PROMCOMPindependientes	83035,58	52,00	81304,38	117448,57	50,00	194055,53	0,27
COMEAR Consejo	0,46	57,00	2,04	-0,04	53,00	0,36	0,08
COMEAR ejecutivos	0,28	56,00	1,53	-0,04	53,00	0,33	0,35
COMEAR dominicales	0,06	56,00	0,23	0,00	53,00	0,02	0,07
COMEAR independientes	0,10	56,00	0,45	0,00	53,00	0,02	0,16
Tamaño	19,98	57,00	1,79	20,59	53,00	1,81	0,04
ROA	0,05	57,00	0,09	1,75	53,00	12,40	0,99

**Tabla V. Diferencias de medias para la naturaleza de la propiedad y nivel de compensación a los miembros del Consejo de Administración.**

En esta tabla se ofrece un análisis de normalidad de las variables en función de la naturaleza del principal accionista, utilizando como medidas de contraste las pruebas de Kolmogorov-Smirnov y Shapiro-Wilk, cuyos resultados hacen rechazar la hipótesis de normalidad ( $p \leq 0,05$ ). Ante esta evidencia se ha procedido a realizar pruebas de contraste de diferencia de medias de carácter no paramétrico, en concreto se ha aplicado la prueba de Hruskal-Wallis.

		PROMCOMPConsejero					PROMCOMPejecutivos					PROMCOMPdominicales					PROMCOMPIndependientes				
		EMP	IND	ENB	IIN	OTR	EMP	IND	ENB	IIN	OTR	EMP	IND	ENB	IIN	OTR	EMP	IND	ENB	IIN	OTR
Kolmogorov-Smirnov(a)	Estadístico	0,16	0,29	0,31	0,22	0,32	0,21	0,22	0,17	0,23	0,28	0,18	0,3	0,24	0,19	0,23	0,15	0,21	0,27	0,3	0,42
	gl	45	14	9	17	5	45	14	9	17	5	45	14	9	17	5	45	14	9	17	5
	Sig.	0	0	0,02	0,03	0,1	0	0,06	0,2	0,01	0,2	0	0	0,14	0,1	0,2	0,02	0,09	0,06	0	0
Shapiro-Wilk	Estadístico	0,86	0,74	0,77	0,88	0,83	0,78	0,8	0,93	0,73	0,91	0,8	0,73	0,87	0,85	0,95	0,85	0,92	0,85	0,8	0,61
	gl	45	14	9	17	5	45	14	9	17	5	45	14	9	17	5	45	14	9	17	5
	Sig.	0	0	0,01	0,03	0,13	0	0,01	0,52	0	0,44	0	0	0,12	0,01	0,75	0	0,21	0,07	0	0
		COMEAR Consejo					COMEAR ejecutivos					COMEAR dominicales					COMEAR independientes				
		EMP	IND	ENB	IIN	OTR	EMP	IND	ENB	IIN	OTR	EMP	IND	ENB	IIN	OTR	EMP	IND	ENB	IIN	OTR
Kolmogorov-Smirnov(a)	Estadístico	0,45	0,33	0,4	0,36	0,32	0,45	0,38	0,41	0,38	0,41	0,4	0,24	0,37	0,32	0,27	0,44	0,28	0,28	0,3	0,21
	gl	45	14	9	17	5	45	14	9	17	5	45	14	9	17	5	45	14	9	17	5
	Sig.	0	0	0	0	0,1	0	0	0	0	0,01	0	0,03	0	0	0,2	0	0	0,03	0	0,2
Shapiro-Wilk	Estadístico	0,28	0,62	0,68	0,58	0,81	0,27	0,56	0,64	0,59	0,74	0,33	0,83	0,78	0,74	0,83	0,26	0,77	0,87	0,7	0,95
	gl	45	14	9	17	5	45	14	9	17	5	45	14	9	17	5	45	14	9	17	5
	Sig.	0	0	0	0	0,1	0	0	0	0	0,02	0	0,01	0,01	0	0,13	0	0	0,13	0	0,77
		Tamaño					ROA					SECTOR2									
		EMP	IND	ENB	IIN	OTR	EMP	IND	ENB	IIN	OTR	EMP	IND	ENB	IIN	OTR					
Kolmogorov-Smirnov(a)	Estadístico	0,08	0,13	0,19	0,11	0,29	0,53	0,13	0,31	0,18	0,25	0,19	0,3	0,27	0,26	0,35					
	gl	45	14	9	17	5	45	14	9	17	5	45	14	9	17	5					
	Sig.	0,2	0,2	0,2	0,2	0,19	0	0,2	0,01	0,17	0,2	0	0	0,05	0	0,05					
Shapiro-Wilk	Estadístico	0,99	0,96	0,96	0,96	0,91	0,14	0,98	0,8	0,97	0,9	0,93	0,85	0,88	0,89	0,77					
	gl	45	14	9	17	5	45	14	9	17	5	45	14	9	17	5					
	Sig.	0,99	0,7	0,84	0,57	0,48	0	0,99	0,02	0,85	0,39	0,01	0,02	0,17	0,04	0,05					

**Tabla V (Cont.). Diferencias de medias para la naturaleza de la propiedad y nivel de compensación a los miembros del Consejo de Administración.**

		PROMCOMP Consejero	PROMCOMP ejecutivos	PROMCOMP dominicales	PROMCOMP independientes	COMEAR Consejo	COMEAR ejecutivos	COMEAR dominicales	COMEAR independientes	Tamaño	ROA
EMP	Media	236475,65	835023,85	80316,84	86946,18	0,38	0,26	0,05	0,06	20,12	1,82
	N	51,00	49,00	50,00	48,00	51,00	51,00	51,00	51,00	51,00	51,00
	Desv. típ.	218942,38	938158,68	87666,51	77814,08	2,10	1,64	0,17	0,25	1,81	12,64
IND	Media	156003,02	431098,96	86101,68	72137,04	-0,03	-0,03	0,00	0,00	19,62	0,03
	N	19,00	16,00	17,00	18,00	19,00	19,00	19,00	19,00	19,00	19,00
	Desv. típ.	151331,13	404140,81	101528,27	61713,34	0,23	0,18	0,03	0,03	1,51	0,16
ENB	Media	250951,39	1036076,67	103359,72	120601,85	0,02	0,01	0,00	0,00	21,57	0,14
	N	10,00	10,00	10,00	9,00	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00
	Desv. típ.	208076,65	847148,25	81200,00	116828,04	0,05	0,04	0,01	0,00	2,06	0,15
IIN	Media	178790,53	916349,95	70417,60	87771,76	0,21	0,01	0,06	0,13	20,14	0,02
	N	24,00	20,00	21,00	22,00	24,00	23,00	23,00	23,00	24,00	24,00
	Desv. típ.	179384,97	1303813,76	69369,62	89467,54	0,94	0,13	0,26	0,60	1,65	0,14
OTR	Media	329346,01	996061,00	113044,44	340400,00	0,03	0,01	0,01	0,00	22,00	0,05
	N	6,00	6,00	6,00	5,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00
	Desv. típ.	322930,38	778818,78	108269,08	562960,74	0,04	0,01	0,03	0,00	1,33	0,01
Kruskal-Wallis		0,326	0,265	0,686	0,597	0,065	0,089	0,392	0,105	0,015	0,182