

Estudio sobre remuneración de consejeros ejecutivos (2007-2008- 2009)

Treball final de grau, mayo 2013

Alumno: Miguel Ángel Calafell Alemany.

Tutor de TFG: Rafael Crespí Cladera.

Universitat de les Illes Balears

Facultat d'Economia i d'Empresa

Grau en Administració y direcció d'empresa



Universitat de les
Illes Balears

ÍNDICE

RESUMEN DEL TRABAJO	2
PAPER'S SUMMARY	3
1 - PRESENTACIÓN.....	4
2 - OBJETIVOS.....	5
3 - MUESTRA DE EMPRESAS.....	6
4 - ANÁLISIS UNIVARIABLE	8
4.1 – Información descriptiva básica.....	8
4.1.1- Remuneración media.....	8
4.1.2-Porcentaje sobre remuneración fija y variable.	11
4.2- Remuneración según puestos directivos.	13
4.3- Remuneración media según el número de consejeros.	14
4.4- Remuneración según resultados.	15
4.4.1- ROA/ROE	16
4.4.1.1- ROA.....	16
4.4.1.2- ROE.....	16
4.4.2- Retribución/Ventas	17
4.5- Remuneración según información aportada.....	19
5 - ESTUDIO ECONOMETRICO SOBRE LA INFLUENCIA DE LOS FACTORES SOBRE LA RETRIBUCIÓN.	20
5.1. Variables utilizadas.	20
5.2 Función econométrica.....	22
5.3 Resultados.....	23
5.4 Interpretación de resultados.....	24
5.5 Interpretación de resultados a través de la teoría económica.	25
5.5.1 Teoría de agencia.....	26
5.6 Contraste β en caso de información agregada.....	27
6- CONCLUSIONES	29
7- ANEXO	30
7.1- Listado de sociedades pertenecientes a la muestra.....	30
INDICE DE TABLAS.	31
INDICE DE ILUSTRACIONES.	32

RESUMEN DEL TRABAJO

El presente trabajo tiene como principal objetivo realizar un análisis tanto descriptivo como econométrico sobre la remuneración percibida por los consejeros ejecutivos de las diferentes empresas del mercado español, las cuales cotizan en el mercado continuo. Dicha muestra pertenece a los años 2007-2008-2009. Los datos utilizados para la realización de este trabajo se han extraído de la información aportada por aquellas empresas que ofrecen información detallada sobre la retribución de sus consejeros ejecutivos.

En una primera parte del trabajo se realizarán todo un conjunto de análisis descriptivos en el que podremos observar datos como la retribución media, parte de la retribución fija y variable etc.

La segunda parte, se centrará en la realización de un estudio econométrico a través del que se intentará dar luz sobre cuáles son aquellos factores que afectan realmente a la retribución obtenida y de qué manera lo hacen.

Con todo esto, se pretende dar al lector todo un conjunto de información con el objetivo de que éste obtenga una visión global sobre las principales características de las retribuciones ofrecidas durante los años de la muestra en el mercado Español.

PAPER'S SUMMARY

This paper's main objective is both descriptive analysis and econometric remuneration received by executive directors of the various companies in the Spanish market, which trade in the continuous market. The sample belongs to the years 2007-2008-2009. The data used for the realization of this work are drawn from the information provided by those companies that offer detailed information on the remuneration of executive directors.

In the first part of the work will be made a whole set of descriptive analysis in which we can observe the average pay data as part of the fixed and variable remuneration etc.

The second part will focus on the realization of an econometric study through which we will try to shed light on what are the factors that really affect the remuneration received and how they do it.

With all this, is to give the reader a set of information for the purpose of this get an overview of the main features of the remuneration offered during the years of the sample in the Spanish market.

With all this information, the point is to give the reader a set of information with the purpose it gets an overview of the main features of the remuneration offered during the years of the sample in the Spanish market.

1 - PRESENTACIÓN

El presente trabajo tiene como principal motivación la realización de un análisis objetivo, a través del análisis de todo un conjunto de factores, sobre la remuneración obtenida por los consejeros ejecutivos, de aquellas empresas españolas que durante el periodo de la muestra formaban parte de las sociedades cotizadas en el mercado de valores español.

Este trabajo, ha querido centrarse en el estudio de la remuneración de los consejeros ejecutivos debido a la gran importancia que tienen estos tanto en el presente como en el futuro de las empresas de las que forman parte, pudiendo llegar a modificar su toma de decisiones, decisiones muy relevantes para sus respectivas compañías. Dichas empresas son las principales empresas de la economía española, siendo estas, partes muy importantes del motor de nuestra economía actual, hecho que remarca aún más la relevancia de estas.

Otro echo importante en el estudio, es que este se centra principalmente en la remuneración de consejeros ejecutivos pertenecientes a empresas las cuales aportan información sobre retribución de sus consejeros de forma detallada, siendo este hecho, un importante diferenciador entre otras empresas las cuales no dan dicha información detallada. Podemos definir al consejero ejecutivo, como aquella persona que además de desarrollar sus funciones como consejero, interviene en la actividad diaria de la compañía desempeñando tareas de alta dirección, o bien es empleado de la sociedad o de su grupo. Durante el presente trabajo, entenderemos por información detallada, aquella información aportada por la empresa sobre retribución en la que da una información de forma individualizada para todos sus consejeros ejecutivos. A pesar de centrarnos en los consejeros cuyas empresas emiten información detallada también podremos ver en algunos puntos información de aquellas empresas que no lo hacen de forma detallada.

El periodo del presente trabajo comprende 2007-2008-2009, años caracterizados por el inicio de la fuerte crisis económico-financiera que está teniendo lugar en la actualidad. Un hecho importante de este periodo es que nos permitirá poder visualizar si ha existido un efecto real de la actual crisis sobre la retribución obtenida por los consejeros ejecutivos objetos de estudio, pudiendo observar la evolución ocurrida.

A lo largo de este documento se intentará dar una visión detallada al lector, sobre los principales factores que condicionan dichas retribuciones y de qué manera les afectan, evolución que ha sufrido a lo largo de los años del presente estudio, comparación de datos entre distintos sectores y variables etc.

2 - OBJETIVOS

El principal objetivo del presente trabajo es dar una información global y objetiva sobre la remuneración de los consejeros ejecutivos de aquellas empresas españolas que forman parte del mercado de valores, tomando como referencia los datos de aquellas empresas que aportan una información detallada sobre dichas retribuciones.

Este estudio, se centrará en su primera parte en aportar todo un conjunto de información descriptiva sobre dichas remuneraciones, información en la que se incluirá: retribución media de consejeros dependiendo del nivel de capitalización o sector de la compañía, dispersión entre retribuciones, media de retribución fija y variable etc. Seguidamente se procederá al análisis de las retribuciones a través de todo un conjunto de análisis univariados en los cuales se intentarán relacionar diversos factores a la remuneración observada.

En una segunda parte, se intentará dar luz sobre cuáles son los factores que realmente tienen incidencia sobre las retribuciones que forman parte de este estudio, observando que tipo de influencia tienen y cuáles son los factores que tienen una mayor influencia real. Dicho análisis se realizará a través de un estudio econométrico a través del estudio de sus variables.

3 - MUESTRA DE EMPRESAS.

Para la elaboración del presente estudio se ha tomado como muestra la totalidad de las empresas cotizadas en el Mercado Continuo Español a finales de los años 2007, 2008 y 2009. De entre dichas empresas, se diferenciará aquellas compañías que presentaron una información detallada sobre las retribuciones que pagaron a sus consejeros, de aquellas que por el contrario no lo hicieron. Entendemos por información detallada el informar de forma individualizada de las remuneraciones pagadas a sus consejeros ejecutivos.

Tal y como podrá observarse más adelante, durante el estudio, se ha dividido las diferentes compañías dependiendo del sector productivo al que pertenecen. Dicha división se ha realizado basándose en información obtenida a través del portal web perteneciente a la Bolsa de Madrid. Esta división por sectores se ha realizado entre los siguientes sectores: petróleo y energía; materiales básicos, industria y construcción; bienes de consumo; servicios de consumo; servicios financieros e inmobiliarios; tecnología y telecomunicaciones. En la siguiente tabla puede observarse el total de empresas que se enmarcan en cada uno de los sectores indicados para cada periodo.

Sector	Ejercicio		
	2007	2008	2009
Bienes de consumo	31	31	32
Mat. Básicos industria y construcción	35	35	39
Petróleo y energía	10	10	11
Servicios de consumo	18	17	18
Servicios financieros e inmobiliarios	34	35	39
Tecnología y telecomunicaciones	7	8	9
Total general	135	136	148

Tabla 1. Empresas por sector y ejercicio.

También podrá observarse como se ha procedido a la división de las compañías dependiendo de su nivel de capitalización. Dicha división se ha realizado de la siguiente manera: capitalización elevada (mayor de 1000 mill. €), capitalización intermedia (capitalización entre 250 y 1000 mill. €) y capitalización reducida (menor de 250 mill. €). A continuación puede observarse el número de compañías pertenecientes al estudio, clasificadas según el nivel de capitalización durante los años estudiados.

Capitalización	Ejercicio		
	2007	2008	2009
Alta	67	60	65
Media	32	31	32
Baja	36	45	51
Total general	135	136	148

Tabla 2. Empresas por nivel de capitalización y ejercicio.

En cuanto al número de empresas que si detallaron información, podemos decir que el año 2007 el número de compañías que si presentaron una información detallada fueron 27, al igual que en el año 2008, mientras que en 2009 fueron 26. Dicha información se ha obtenido a través de la Comisión Nacional del Mercado de valores. A continuación podemos observar el número de empresas que si dieron información según sector y capitalización.

Clasificación	Sector	Ejercicio		
		2007	2008	2009
alta	Bienes de consumo	0	0	0
	Mat. Básicos industria y construcción	2	3	3
	Petróleo y energía	4	5	5
	Servicios de consumo	3	1	1
	Servicios financieros e inmobiliarios	12	7	7
	Tecnología y telecomunicaciones	0	0	0
media	Bienes de consumo	2	2	1
	Mat. Básicos industria y construcción	1	1	1
	Petróleo y energía	0	0	0
	Servicios de consumo	0	1	1
	Servicios financieros e inmobiliarios	0	0	0
	Tecnología y telecomunicaciones	3	3	3
baja	Bienes de consumo	1	2	1
	Mat. Básicos industria y construcción	1	1	1
	Petróleo y energía		0	0
	Servicios de consumo	0	1	2
	Servicios financieros e inmobiliarios	0	0	0
	Tecnología y telecomunicaciones	0	0	0
Total general		29	27	26

Tabla 3. Empresas que aportan información según sector y capitalización.

4 - ANÁLISIS UNIVARIABLE

En el siguiente apartado se realizarán todo un conjunto de análisis univariados, con el objetivo principal de dar una aproximación a que factores influyen y tienen una mayor influencia en la remuneración obtenida por los consejeros ejecutivos de las diversas compañías objeto del estudio.

Es importante destacar los peligros relacionados con el hecho de realizar un análisis univariado, debido a la poca información que obtenemos de la realización de dicho análisis ya que al analizar la información de forma individual por cada uno de los factores perdemos toda aquella información proveniente de la relación existente entre diferentes factores. Por lo tanto debemos tener cuidado y ver cuál es el principal origen del efecto que provoca un factor determinado.

4.1 – Información descriptiva básica.

A continuación se presenta todo un conjunto de información que formará parte de la información básica del estudio. Dicha información se ha obtenido a través del procesamiento de información de únicamente aquellas empresas cotizadas en el mercado continuo que presentan información detallada. La información descriptiva estudiada en este apartado hace referencia a la retribución media anual y el porcentaje fijo y variable de la retribución obtenida. Entendemos por parte variable, aquella parte de la retribución que depende de la asistencia a juntas, resultados etc. En cambio la parte fija es aquella parte que no depende de ningún factor, y por lo tanto en principio no puede verse alterada.

4.1.1- Remuneración media.

En la siguiente gráfica puede observarse la **remuneración media** que obtienen dependiendo de su capitalización y del sector en el que participa cada una de las compañías.

Capitalización	Sector	Ejercicio		
		2007	2008	2009
alta	Mat. Básicos industria y construcción	83.581,25 €	1.002.752,86 €	1.348.502,40 €
	Petróleo y energía	805.791,25 €	1.157.543,33 €	779.323,13 €
	Servicios de consumo	630.483,33 €	165.000,00 €	695.000,00 €
	Servicios financieros e inmobiliarios	1.971.680,16 €	2.798.727,10 €	2.546.071,95 €
Promedio alta		1.405.164,52 €	1.939.125,76 €	1.865.386,74 €
media	Bienes de consumo	251.569,00 €	239.096,00 €	289.000,00 €
	Mat. Básicos industria y construcción	584.255,79 €	629.362,29 €	596.446,85 €
	Servicios de consumo		792.000,00 €	1.178.000,00 €
Promedio media		204.536,25 €	448.227,37 €	424.707,84 €
baja	Bienes de consumo	209.250,00 €	235.200,00 €	262.750,00 €
	Mat. Básicos industria y construcción	210.666,67 €	316.333,33 €	300.000,00 €
	Servicios de consumo		290.479,50 €	234.652,00 €
Promedio baja		209.857,14 €	270.595,90 €	258.960,80 €
Promedio general		1.057.195,77 €	1.437.402,69 €	1.362.521,13 €

Tabla 4. Remuneración media según capitalización y sector.

Observando la anterior tabla podemos obtener una serie de **conclusiones** importantes:

a) La primera de ellas es que podemos observar que existe una relación directa entre la capitalización de la empresa con la retribución obtenida por el consejero ejecutivo. Podemos ver como la retribución obtenida en aquellas empresas clasificadas como de capitalización alta es muy superior a la retribución obtenida por empresas de capitalización media o baja. También podemos observarlo en el siguiente gráfico.



Ilustración 1. Retribución según nivel de capitalización.

b) La segunda conclusión que podemos observar es que en las empresas clasificadas dentro del sector de servicios financieros e inmobiliarios (todas ellas pertenecen a empresas de capitalización alta) la retribución media obtenida es muy superior que en el resto de sectores. A pesar de ello también es importante destacar que las empresas pertenecientes al sector financiero e inmobiliario suelen presentar una mayor capitalización que el resto de empresas.

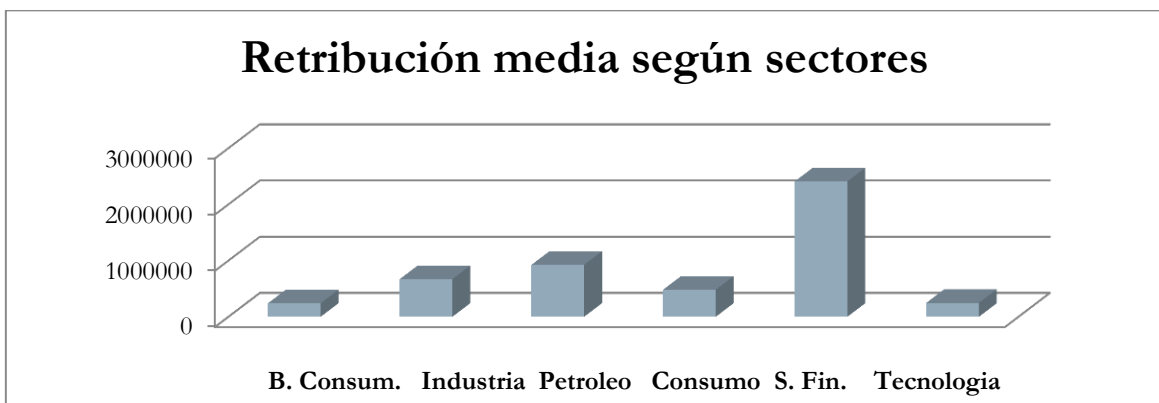


Ilustración 2. Retribución media según sectores.

c) Otro hecho destacable que podemos observar, es que en 2008, a pesar de ser un año marcado por el principio del inicio de la actual crisis económico-financiera, hubo un fuerte crecimiento de las retribuciones. Dicho valor en 2009 sufrió un pequeño descenso. En la siguiente tabla podemos observar los porcentajes de variación de retribución pertenecientes a los ejercicios 2008 y 2009 según el nivel de capitalización de las compañías.

Capitalización	Var. 2007-2008	Var. 2008-2009
Alta	38,0%	-3,8%
Media	119,1%	-5,2%
Baja	28,9%	-4,3%
Promedio general	36,0%	-5,2%

Tabla 5. Variación anual según nivel de capitalización.

4.1.2- Porcentaje sobre remuneración fija y variable.

A continuación puede observarse el porcentaje de dicha **retribución** que forma parte de una parte **fija** y de una parte **variable**.

Capitalización	Sector	2007		2008		2009	
		Promedio de %F	Promedio de %V	Promedio de %F	Promedio de %V	Promedio de %F	Promedio de %V
alta	Mat. Básicos industria y construcción	75,00%	25,00%	84,37%	15,63%	78,21%	21,79%
	Petróleo y energía	90,68%	9,32%	80,07%	19,93%	87,60%	12,40%
	Servicios de consumo	63,38%	36,62%				
	Servicios financieros e inmobiliarios	61,24%	38,76%	56,96%	43,04%	53,50%	46,50%
Promedio alta		68,28%	31,72%	67,72%	32,28%	65,57%	34,43%
media	Bienes de consumo	99,07%	0,93%	97,35%	2,65%	100,00%	0,00%

Capitalización	Sector	2007		2008		2009	
		Promedio de %F	Promedio de %V	Promedio de %F	Promedio de %V	Promedio de %F	Promedio de %V
	Mat. Básicos industria y construcción	82,88%	17,12%	77,14%	22,86%	82,77%	17,23%
	Servicios de consumo			68,06%	31,94%	60,95%	39,05%
	Tecnología y telecomunicaciones	85,52%	14,48%	70,86%	29,14%	74,95%	25,05%
Promedio media		88,98%	11,02%	80,08%	19,92%	77,65%	22,35%
baja	Bienes de consumo	92,83%	7,17%	78,36%	21,64%	80,23%	19,77%
	Servicios de consumo					88,10%	11,90%
Promedio baja		92,83%	7,17%	78,36%	21,64%	82,85%	17,15%
Promedio general		74,43%	25,57%	70,93%	29,07%	69,95%	30,05%

Tabla 6. Promedio retribución fija/variable según capitalización y sector.

En esta tabla podemos observar los siguientes hechos:

a) Podemos ver como durante el periodo analizado el porcentaje de la retribución variable ha ido aumentando en detrimento del porcentaje de la retribución que forma parte de una parte fija. Dicho hecho probablemente venga provocado por un intento de las compañías de incentivar a sus consejeros a obtener mejores resultados o intentar evitar al máximo los efectos negativos de la actual crisis económica.

Ejercicio	Promedio de %F	Promedio de %V
2007	74,43%	25,57%
2008	70,93%	29,07%
2009	69,95%	30,05%
Promedio general	71,92%	28,08%

Tabla 7. Promedio retribución fija/variable anual.

b) Como mayor capitalización presente la compañía la retribución variable cobra mayor importancia.

Promedio de %V		
Ejercicio	Capitalización	Total
2007	alta	31,72%
	media	11,02%
	baja	7,17%
Total 2007		25,57%
2008	alta	32,28%
	media	19,92%
	baja	21,64%
Total 2008		29,07%
2009	alta	34,43%
	media	22,35%
	baja	17,15%
Total 2009		30,05%

Tabla 8. Promedio retribución variable según ejercicio y capitalización.

c) El sector donde tiene mayor importancia el porcentaje de retribución variable es el sector de servicios financieros e inmobiliarios. Tal y como ya se ha indicado anteriormente el sector de servicios financieros e inmobiliarios también es el sector con empresas con mayor capitalización.

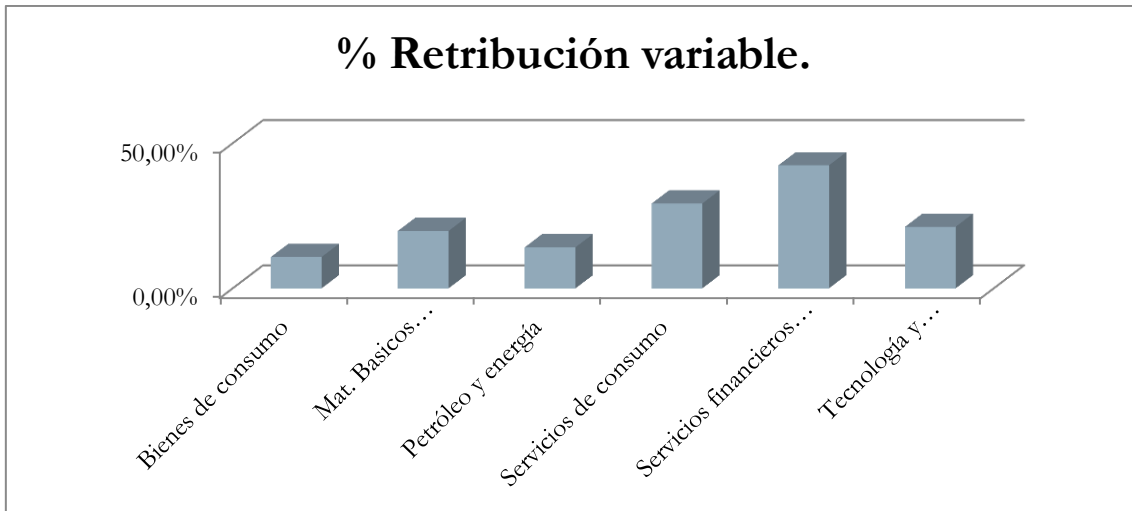


Ilustración 3. % Retribución variable.

4.2- Remuneración según puestos directivos.

En este apartado llevaremos a cabo un análisis de la remuneración obtenida teniendo en cuenta que dichas personas además de ser consejeros ejecutivos también representen la figura de CEO, presidente o ambas figuras al mismo tiempo.

Inicialmente analizaremos la retribución media obtenida por aquellos consejeros ejecutivos que además ocupan la posición de CEO dentro de su compañía. Bajo este caso podemos ver que su retribución es un 33.19% superior a la de aquellos consejeros ejecutivos que no ocupan ningún otro cargo de los aquí analizados. Además son remunerados en un 10.18% menos que aquellos consejeros que ocupan posiciones de CEO y presidente. Finalmente también debemos destacar que obtienen una retribución media superior del 30,13% sobre aquellos consejeros ejecutivos que ocupan posiciones de presidente dentro de sus compañías.

	C.E.	CEO y Presidente	CEO y Presidente
CEO	+33,19%	+30,13%	-10,18%

Tabla 9. Diferencia retribuciones según cargo (CEO).

En cuanto al cargo de presidencia podemos decir que es retribuido de media en un 2.35% más que el resto de consejeros ejecutivos que no ocupan otro cargo de los analizados en este punto. Además, podemos añadir que estos obtienen de media un 43.38% menos que aquellos presidentes que también ocupan la posición de CEO.

	C.E.	CEO	Presidente y CEO
Presidente	+2,35%	-30,13%	-43,38%

Tabla 10. Diferencia retribuciones según cargo (Presidente).

Finalmente nos encargaremos de analizar la posición de aquellos consejeros ejecutivos que además ocupan la posición de presidente y de CEO de su respectiva compañía. Este caso es el que mejores retribuciones obtiene, tal y como sería previsible. Tal y como podemos ver, este obtiene de media una remuneración media del 46.75% superior al resto de consejeros ejecutivos sin ningún otro cargo de los analizados, mientras que obtiene un 10 y 43.38% más que el cargo de CEO y presidente respectivamente.

	C.E	CEO	Presidente
CEO y Presidente	+46,75%	+10%	+43,38%

Tabla 11. Diferencia retribuciones según cargo (CEO y Presidente).

4.3- Remuneración media según el número de consejeros.

En el siguiente punto estudiaremos si podemos afirmar la existencia de una mayor retribución media en aquellas compañías con un mayor número de consejeros. Con dicho objetivo nos fijaremos en el siguiente gráfico

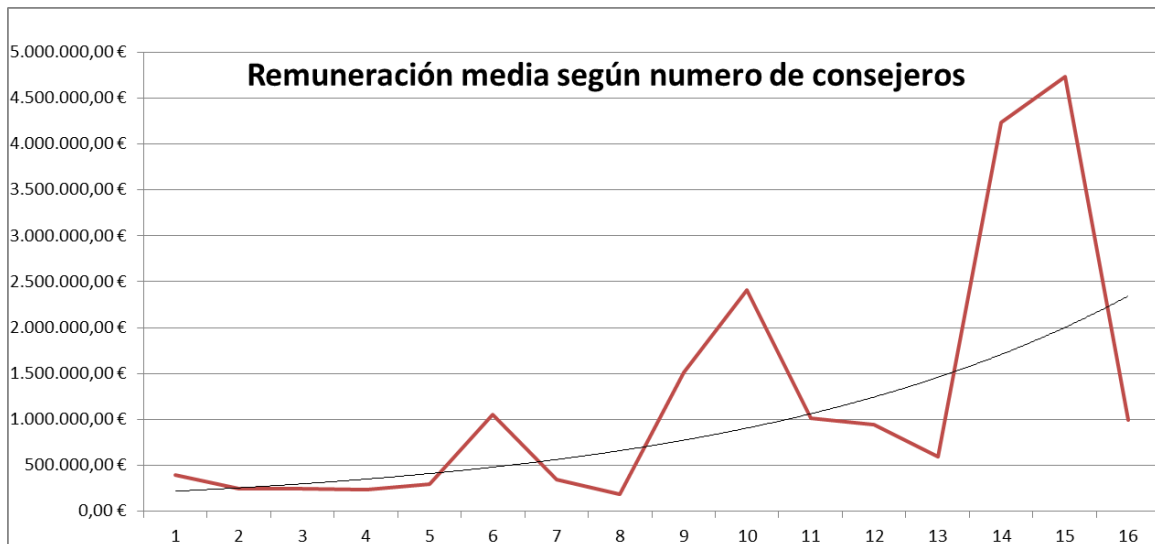


Ilustración 4. Remuneración media según número de consejeros.

Como podemos observar en el gráfico, a pesar de la existencia de ciertas observaciones que se desmarcan de la media podemos confirmar la afirmación de que a mayor número de consejeros, mayor es la retribución total obtenida.

En el siguiente gráfico podremos observar cual es la remuneración media de los consejeros ejecutivos según el número de consejeros independientes.

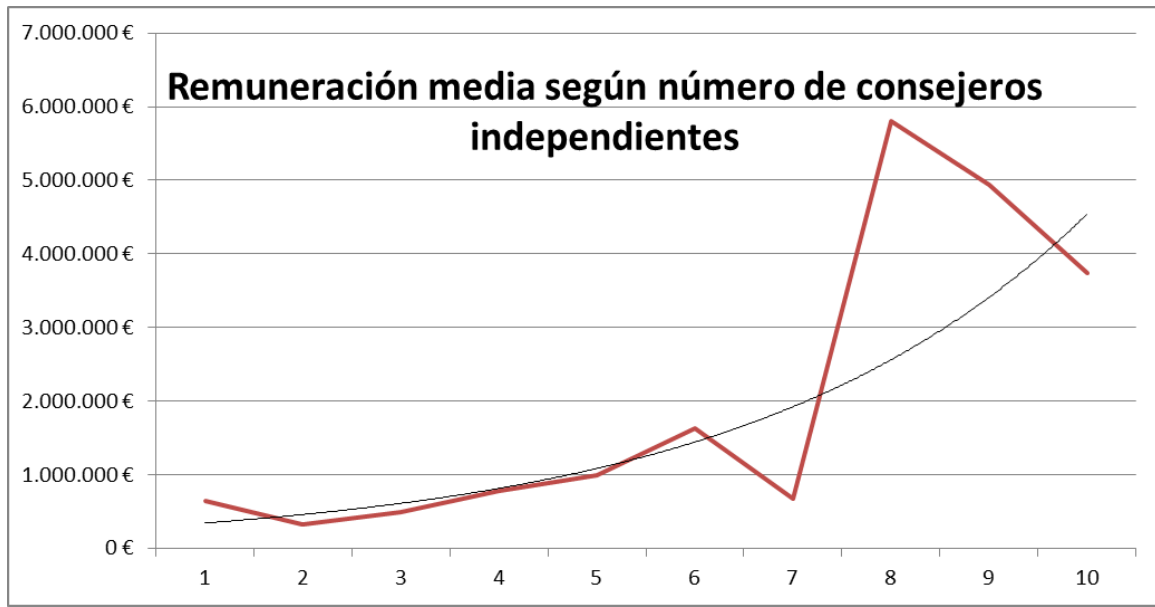


Ilustración 5. Remuneración media según número de consejeros independientes.

En este caso podemos observar como la remuneración media tiene una pendiente superior por el incremento del número de consejeros independientes, con lo cual podemos decir que el número de consejeros independientes tiene un fuerte efecto sobre el número de consejeros ejecutivos.

A pesar de la información obtenida por los anteriores gráficos también es muy importante tener en cuenta la relación existente entre el número de consejeros (sean o no independientes) y la capitalización de la empresa debido a la relación existente entre número de consejeros y capitalización de la empresa. Por este motivo sería importante analizar este hecho a través de un análisis multivariable para así conocer de manera aislada el efecto real que tiene el número de consejeros en la retribución final.

4.4- Remuneración según resultados.

En este punto intentaremos responder a la pregunta de si los cambios en la retribución de los consejeros ejecutivos responden a razones de beneficios empresariales, dividendos etc. En este caso, para la realización de dicho

análisis nos centraremos en las siguientes medidas de performance: ROA, ROE. Posteriormente utilizaremos un ratio el cual nos relacionara la retribución obtenida por los consejeros ejecutivos en relación a los beneficios obtenidos por sus respectivas compañías.

4.4.1- ROA/ROE

4.4.1.1- ROA

Entendemos por ROA (*Return of assets*), un ratio de rentabilidad que se define como la división de los ingresos netos entre el activo de la compañía. Dichos ingresos netos, son los ingresos obtenidos después de deducir amortizaciones, impuestos, intereses, depreciaciones y demás gastos de inversión. En el siguiente gráfico puede observarse una comparación entre la retribución obtenida por los consejeros ejecutivos durante los tres periodos objeto del estudio (en azul) y la ROA obtenida por sus compañías (en naranja).

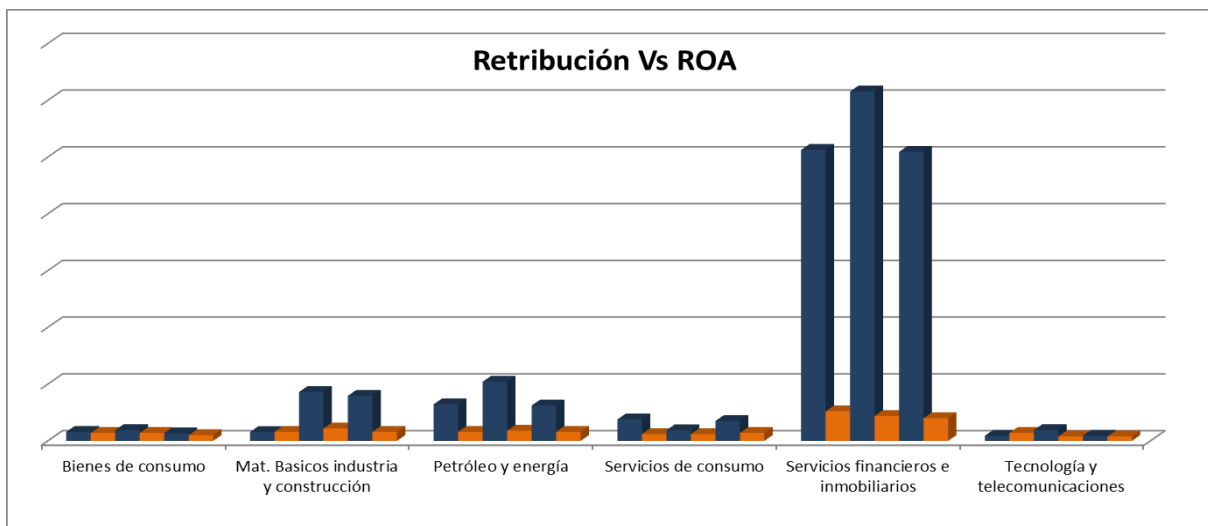


Ilustración 6. Retribución vs Roa

4.4.1.2- ROE

El ratio ROE (Return of Equity), se encarga de medir la división de los ingresos netos, entre los recursos propios de los accionistas, en una empresa cotizada. A continuación puede observarse una gráfica la cual nos muestra una comparación entre la retribución obtenida por los consejeros y la ROE obtenida por sus compañías en cada uno de los periodos.

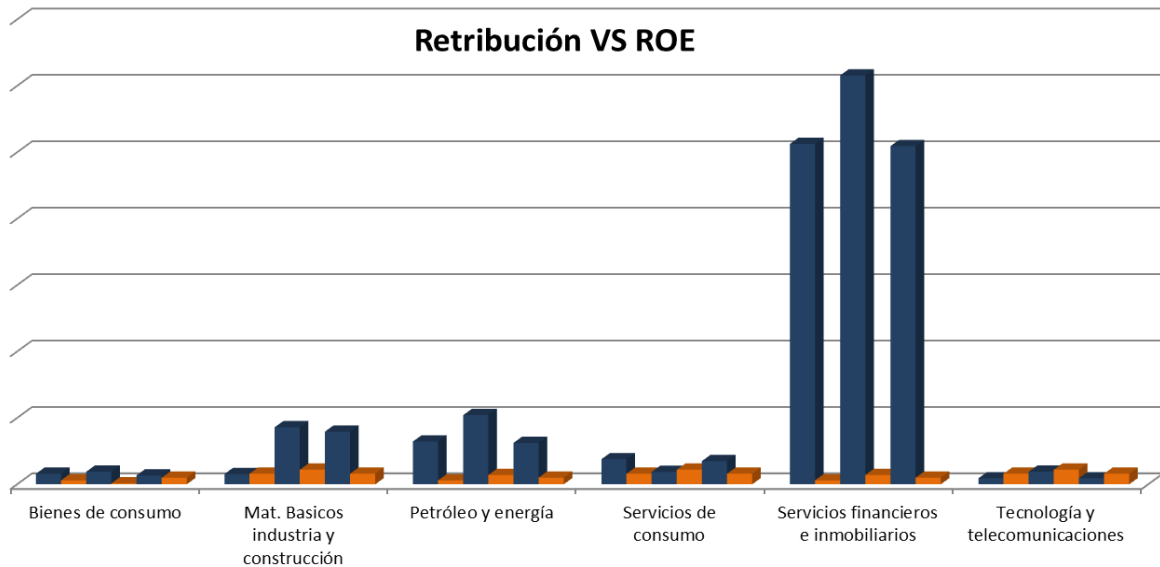


Ilustración 7. Retribución vs ROE

A través del análisis de los anteriores gráficos, en los que se realiza una comparación por sectores de la retribución obtenida por los consejeros ejecutivos y diferentes ratios, podemos observar como claramente el sector de servicios financieros e inmobiliarios destaca por encima de los otros al retribuir en mayor medida a sus consejeros ejecutivos en comparación a los valores de los distintos ratios obtenidos.

A pesar de ello también es importante el uso de otros elementos comparativos que consigan acercarnos de mejor manera cuál es la retribución obtenida por los consejeros en comparación a los resultados obtenidos por la empresa, debido a que comparaciones como están dejan de lado datos importantes como podría ser el tamaño de la empresa. Por este motivo en el siguiente punto realizaremos otro análisis desde un punto de vista diferente.

4.4.2- Retribución/Ventas

Con el fin de realizar un estudio más objetivo, para analizar las retribuciones obtenidas, en este caso utilizaremos un ratio en el que dividiremos la retribución obtenida por cada uno de los consejeros entre los ingresos netos obtenido ese mismo periodo por su compañía. A continuación podemos ver una tabla en la que podemos ver los valores medios obtenidos según nivel de capitalización y sector al que proceden, además puede observar en la misma tabla el valor medio por nivel de capitalización y año para facilitar la interpretación de los resultados.

Capitalización	Sector	Ejercicio			Promedio
		2007	2008	2009	
alta	Mat. Básicos industria y construcción	0,001	0,047	0,039	0,029
	Petróleo y energía	0,007	0,010	0,010	0,009
	Servicios de consumo	0,052			0,052
	Servicios financieros e inmobiliarios	0,047	0,042	0,037	0,042
Promedio alta		0,027	0,033	0,029	0,029
media	Bienes de consumo	0,037	0,051	0,041	0,043
	Mat. Básicos industria y construcción	-0,018	0,003	-0,012	-0,011
	Servicios de consumo		0,023	0,129	0,076
	Tecnología y telecomunicaciones	0,069	0,105	0,037	0,070
Promedio media		0,029	0,044	0,049	0,041
baja	Bienes de consumo	0,056	0,055	0,052	0,054
	Mat. Básicos industria y construcción	0,148	0,228	-0,119	0,085
	Servicios de consumo		0,083	-0,369	-0,143
Promedio baja		0,102	0,122	-0,145	0,026

Tabla 12. Retribución/ventas según capitalización y sector.

Tal y como habíamos podido ver anteriormente, el sector financiero destacaba por la elevada retribución obtenida por los consejeros ejecutivos en comparación a diversos ratios analizados (Roa y Roe). A pesar de ello, en este caso podemos ver que aunque el ratio obtenido por dicho sector es ligeramente superior al ratio medio, el sector financiero e inmobiliario no obtiene un valor muy separado del valor medio, por lo que podemos decir de manera comparativa, que las retribuciones obtenidas comparadas con las ventas no son muy superiores al resto de sectores.

Como sectores que destacan por ofrecer una mayor retribución comparativamente con las ventas podemos destacar al sector de tecnología y telecomunicaciones (capitalización media) y sector de materiales básicos y construcción (capitalización baja). Por otro lado también cabe destacar sectores como petróleo y energía (capitalización alta), materiales básicos, industria y construcción (capitalización media) y sobretodo el sector servicios (en capitalización baja) por ofrecer retribuciones especialmente bajas en comparación a la cifra de ventas obtenidas por sus respectivas empresas.

Si nos fijamos en la diferencia de ratios según la capitalización de las diversas empresas destacan las compañías de capitalización media al ofrecer una mayor retribución en comparación a las ventas obtenidas.

4.5- Remuneración según información aportada.

Finalmente, en el presente apartado nos dedicaremos a realizar un análisis sobre la retribución media obtenida por consejeros ejecutivos fijándonos en si sus respectivas compañías ofrecen información detallada sobre las remuneraciones que ofrecen a sus consejeros. En este punto es importante señalar que entendemos por información detallada. Entendemos por empresas que dan información a aquellas compañías que informan de forma desagregada, es decir, informan de forma individualizada de la retribución obtenida por sus consejeros.

Si nos fijamos en las remuneraciones pagadas por aquellas empresas que si aportan información podemos observar como la retribución media es un 103% superior a la retribución media de aquellas empresas que no aportan información detallada. A pesar de ser una diferencia muy elevada no debe ser un dato muy sorprendente, ya que la gran mayoría de empresas que aportan información detalladas son empresas con una elevada capitalización, concretamente el 65%.

	Ejercicio		
	2007	2008	2009
NO	180.088,84 €	197.380,67 €	210.198,48 €
SI	398.087,04 €	356.806,44 €	511.814,97 €
Diferencia si/no	121,05%	80,77%	143,49%

Tabla 13. Diferencia retribución entre empresas que informan y no informan detalladamente.

5 - ESTUDIO ECONOMETRICO SOBRE LA INFLUENCIA DE LOS FACTORES SOBRE LA RETRIBUCIÓN.

Como se comentó anteriormente, en este punto nos centraremos en la realización de un estudio sobre la incidencia que tienen los diversos factores con influencia sobre el conjunto de remuneraciones que hemos estudiado, a través de un análisis econométrico. Podemos entender por estudio econométrico el “análisis cuantitativo de fenómenos económicos actuales, basado en el desarrollo congruente de teoría y observaciones, y relacionado por métodos apropiados de inferencia”, tal y como fue definido en 1954 por Paul Samuelson, Tjalling Koopmans y Richard Stone.

A través de dicho estudio intentaremos obtener información del tipo de qué factores tienen una influencia real sobre las remuneraciones, si dicha influencia es positiva o negativa, que factores tienen más y que factores tienen menos influencia en la retribución etc.

Es importante realizar un estudio de este tipo, ya que de esta manera podemos realizar un estudio multivariable, en el que analizar de manera conjunta todos los factores que estamos manejando y así conocer de mejor manera la relación existente entre ellos a diferencia del análisis univariable realizado anteriormente.

Tal y como se ha realizado anteriormente, en este caso también utilizaremos aquella información aportada por todas aquellas empresas que aportan una información detallada sobre la remuneración de sus consejeros ejecutivos.

5.1. Variables utilizadas.

A continuación nos centraremos en definir cada una de las variables utilizadas. Dichas variables podemos dividir las entre las variables dependiente (es aquella variable a explicar, la cual viene dada por los valores de las demás variables) y las variables independientes (variables que no se ven afectadas por el resto de variables y que afectan directamente al valor de la variable dependiente).

- Variable dependiente.

- *Remuneración total*: Podemos definir la remuneración total como el proceso que incluye todas las formas de pago o compensaciones dadas a los empleados, derivadas de su empleo. En el caso que estudiamos sólo entenderemos como remuneración total aquella parte de la remuneración

consistente en una retribución económica, ante la imposibilidad de medir otras formas de remuneración.

- Variables independientes.

- *CEO* (variable dummy): En este caso la variable tomará el valor 1 en el caso en que el consejero ejecutivo ocupe la posición de CEO, mientras que tomará el valor 0 en el caso de que no ocupe dicha posición.

- *Presidente* (variable dummy): Variable que tomará el valor 1 en el caso en el que el consejero ejecutivo ocupe el cargo de presidente de la compañía, en el caso contrario la variable tomará el valor 0.

- *% Consejeros ejecutivos*. La variable tomará como valor el porcentaje de consejeros ejecutivos del total de consejeros.

- *% Consejeros independientes*. Dicha variable tomará como valor el porcentaje de consejeros independientes del total de consejeros de la compañía.

- *Assets (Activo)*: La variable assets nos servirá para dar información sobre el activo de las compañías.

- *Net income/Assets (ROA)*. Esta, será la variable utilizada para medir el rendimiento obtenido por la empresa.

- *Petróleo y energía, "PE" (Dummy)*. La variable tomará el valor 1 en el caso de que su compañía pertenezca al sector petróleo y energía, en caso contrario tomara el valor 0.

- *Materiales básicos, industria y construcción, "MBIC" (Dummy)* La variable tomará el valor 1 en el caso de que su compañía pertenezca al sector materiales básicos, industria y construcción, en caso contrario tomara el valor 0.

- *Bienes de consumo, "BC" (Dummy)* La variable tomará el valor 1 en el caso de que su compañía pertenezca al sector bienes de consumo, en caso contrario tomara el valor 0.

- *Servicios de consumo, "SC" (Dummy)* La variable tomará el valor 1 en el caso de que su compañía pertenezca al sector servicios de consumo, en caso contrario tomara el valor 0.

- *Servicios financieros e inmobiliarios, "SFI" (Dummy)* La variable tomará el valor 1 en el caso de que su compañía pertenezca al sector servicios financieros e inmobiliarios, en caso contrario tomara el valor 0.

- *Tecnologías y telecomunicaciones, "TT" (Dummy)* La variable tomará el valor 1 en el caso de que su compañía pertenezca al sector tecnologías y telecomunicaciones, en caso contrario tomara el valor 0.

- *2007 (Dummy)* Para esta variable, la variable tomará el valor 1 si la observación pertenece al año 2007, en caso contrario tomará el valor 0.

- *2008 (Dummy)* La variable tomará el valor 1 si la observación se produjo en el año 2008, en caso contrario tomara el valor 0.

- *2009 (Dummy)* Dicha variable tomará el valor 1 si la observación pertenece al año 2009, de no ser así tomara el valor 0.

5.2 Función econométrica.

Una vez ya hemos definido todas las variables que van a formar parte de nuestro estudio podemos pasar a definir la función a través de la cual desarrollaremos nuestro estudio. En este caso nuestra función será la siguiente:

$$Y (\text{Retribución}) = \alpha (\text{constante}) + \beta_1 \text{CEO} + \beta_2 \text{Presidente} + \beta_3 \% \text{Consej.Ejecutivos} + \beta_4 \% \text{Consej.Independientes} + \beta_5 \text{Assets} + \beta_6 \text{Roa} + \beta_7 \text{PE} + \beta_8 \text{MBIC} + \beta_9 \text{BC} + \beta_{10} \text{SC} + \beta_{11} \text{SFI} + \beta_{12} \text{TT} + \beta_{13} \text{2007} + \beta_{14} \text{2008} + \beta_{15} \text{2009}$$

Podemos observar como para la elaboración de la función se han introducido una serie de factores.

- Y: Es la variable dependiente, o explicada, en nuestro caso la retribución obtenida.

- B: Coeficiente que mide la importancia relativa de cada una de las variables independientes. Cuanto mayor sea el valor de dicha β mayor influencia presenta la variable independiente a la variable dependiente.

5.3 Resultados.

Después de haber definido las variables utilizadas, hemos procedido al procesamiento de toda la información a través del programa informático estadístico IBM SPSS Statistics 20. Dicha información está formada por una tabla de valores a través de la cual se da información de cada una de las variables que forman parte del análisis para cada uno de los consejeros ejecutivos analizados.

Depués del procesamiento de la información anteriormente indicados se han obtenido las siguientes tablas de resultados.

Resumen del modelo

Modelo	R	R cuadrado	R cuadrado corregida	Error típ. de la estimación
1	,841 ^a	,708	,681	1115031,06161

a. Variables predictoras: (Constante), Assets, Dosmilvuit, SC, Presidente, TT, ConsEje, MBIC, PE, Dosmilnou, ConsIndep, ROA, Ceo, BC

Coefficientes^a

Modelo	Coeficientes no estandarizados		Coeficientes tipificados	t	Sig.	Estadísticos de colinealidad	
	B	Error típ.				Beta	Tolerancia
(Constante)	137096,388	423183,786		,324	,746		
CEO	-38935,488	249099,197	-,010	,156	,876	,468	2,138
Presidente	255209,500	254855,720	,063	1,001	,318	,474	2,111
PorcEjec	33410,017	1037372,531	,002	,032	,974	,522	1,914
PorcIndep	889613,226	671457,164	,076	1,325	,187	,573	1,746
ROA	19044,510	23252,725	,054	,819	,414	,439	2,279
PE	-45703,159	312920,085	-,008	-,146	,884	,571	1,752
MBIC	43176,044	281218,436	-,008	,154	,878	,664	1,506
BC	-664056,724	412125,486	-,111	-1,611	,109	,397	2,517
SC	-43128,723	385596,886	-,006	-,112	,911	,777	1,287
TT	-412402,056	341539,519	-,061	-1,207	,229	,746	1,341
Dosmillocho	168916,979	206477,382	,041	,818	,415	,744	1,344
Dosmilnueve	-55921,113	216327,858	-,013	-,259	,796	,726	1,378
Assets	4,908E-006	,000	,790	12,906	,000	,507	1,973

a. Variable dependiente: Retribución

Variables excluidas^a

Modelo	Beta dentro	t	Sig.	Correlación parcial	Estadísticos de colinealidad		
					Tolerancia	FIV	Tolerancia mínima
1 SFI	. ^b	.	.	.	,000	.	,000
Dosmilset	. ^b	.	.	.	,000	.	,000

a. Variable dependiente: Retribución

b. Variables predictoras en el modelo: (Constante), Assets, Dosmilvuit, SC, Presidente, TT, ConsEje, MBIC, PE, Dosmilnou, ConsIndep, ROA, Ceo, BC

5.4 Interpretación de resultados.

Después de haber obtenido los resultados del estudio econométrico vamos a realizar un análisis de dichas tablas.

Para empezar nos fijaremos en el R cuadrado corregido obtenido por el modelo. Dicho factor obtiene un valor de 0.681, con lo que podemos decir que el modelo obtenido por la regresión explica el 68.1% de casos. Dicho valor a pesar de no ser alto puede ser suficientemente significativo.

La principal interpretación de resultados que vamos a realizar va a ser a través del análisis de la significación de las diferentes variables independientes analizadas. Fijándonos en la significación individual de cada una de las variables, podemos observar como la única variable independiente que resulta ser significativa pertenece a la variable Assets (Activos), variable que obtiene una significación del 100%.

Bajo este hecho podríamos afirmar que la única variable, realizando un análisis multivariable, que tiene un efecto real sobre la retribución de los consejeros ejecutivos se trata del nivel de activos de la compañía ya que es la única que presenta una significación real. Tal y como habíamos podido ver anteriormente al realizar el análisis univariable, a mayor nivel de activos los consejeros obtendrán una mayor retribución. Esta relación también puede observarse por el signo positivo que presenta la β que mide el efecto del activo de la compañía.

A pesar de no obtener una significación aceptable para poder dar sus valores como válidos, también es posible analizar otros factores a través del símbolo que presentan sus β , para conocer qué tipo de efecto tienen esas variables.

Si nos fijamos en los sectores, podemos ver como el sector que presenta una mayor retribución es el Sector Financiero e Inmobiliario, mientras que el peor remunerado es el Sector de Bienes de Consumo.

En cuanto a la variable que registra el año de la observación podemos observar como tal y cómo nos habían señalado los datos a través del análisis univariable el año 2008 presenta una β positiva, año en el que se registra una pequeña subida de salarios, mientras que la β para el año 2009 es negativa, año en el que las retribuciones media sufrieron un descenso generalizado.

Referente a los cargos de CEO y Presidente, podemos observar como sus respectivas β también presentan signos positivos, mostrando el efecto positivo sobre la remuneración que provoca el ocupar alguno de esos cargos.

Al igual que las variables anteriores también podemos observar el efecto positivo que provoca un aumento de la ROA.

Por lo tanto, finalmente, podríamos decir que la única variable con un efecto realmente significativo sobre la retribución obtenida se trata del nivel de activos de la compañía. A pesar de ser la única significativa podemos obtener información del signo de β de las otras variables, para observar cual es el efecto de cada una de las variables sobre la variable dependiente, la retribución. Dichos efectos podemos observar que coinciden con los efectos vistos durante el análisis univariable de los diferentes factores.

5.5 Interpretación de resultados a través de la teoría económica.

Tal y como hemos podido ver a través de la interpretación de los resultados echa en el punto anterior, podemos decir que el único factor que realmente afecta a la remuneración de los consejeros ejecutivos, de manera significativa, se trata del nivel de activos que posee la compañía.

Según la **teoría de agencia**, las retribuciones ofrecidas a los consejeros deben ser tratadas como un incentivo para que estos lleven a cabo tomas de decisiones lo más favorables posibles para la empresa, independientemente de los intereses personales de dichos consejeros y así reducir al máximo los costes de agencia existentes. Tal y como hemos visto en este trabajo existe una relación directa entre el tamaño de la empresa (nivel de activos) y la retribución de los consejeros. Dicha relación viene provocada por un intento de las compañías de reducir al máximo los costes de agencia existentes, los cuales son crecientes como mayor sea el tamaño de la compañía. Este hecho explicaría la relación vista entre activos y remuneración.

Otro echo que provoca esta retribución mayor en empresas de mayor tamaño, proviene de la intención de las grandes compañías de atraer y retener a ejecutivos con gran talento.

5.5.1 Teoría de agencia.

La Teoría de la agencia, formulada inicialmente por Jensen y Meckling, tiene como punto de origen el conflicto de intereses entre los directivos y los propietarios de las empresas.

El origen de esta situación es el *contrato de agencia*, contrato de ocupación en el que una persona encarga a otra la gestión de una actividad o de una unidad económica, dejándole autonomía en la toma de decisiones y aceptando el agente actuar defendiendo los intereses del principal. En muchas ocasiones el principal no supervisa detalladamente las acciones que lleva a cabo el agente ya que este tiene cierta autonomía en sus decisiones, con lo que el principal en muchas ocasiones sólo conoce parte del trabajo que el agente realiza.

Debido a que el principal no controla cada una de las acciones llevadas a cabo por el agente, como hemos indicado anteriormente, provocado principalmente por su autonomía, el principal no puede conocer de manera total cuales son las acciones llevadas a cabo por el agente, ni la totalidad de la información que maneja éste. Ante esta situación surge lo que llamamos como *asimetrías de información*. Dichas asimetrías de información son el principal origen del *conflicto de intereses* que tiene lugar entre propietarios y directivos.

Dicho conflicto de intereses, se sucede cuando existe una falta de concordancia entre los objetivos de directivos y propietarios, debido a que propietarios buscan maximizar los beneficios empresariales y un buen futuro para la empresa, mientras que directivos buscan principalmente maximizar su renta personal, ya sea monetaria como no monetaria, tal y como podrías ser el reconocimiento personal. Todos estos costes derivados del conflicto de interés son conocidos como *costes de agencia*.

Con el objetivo de conseguir que los directivos de las compañías actúen de la forma más eficiente posible para el conjunto de la organización y así reducir al máximo los posibles costes de agencia o incluso poder llegar a eliminarlos, los propietarios están dispuestos a ofrecen salarios superiores a lo que podría ser inicialmente el salario de equilibrio.

Otro hecho importante es que cuanto mayor sea la compañía a la que nos referimos, mayores serán las opciones de obtener un beneficio personal por parte del directivo de la empresa, con lo que este tendrá mayores incentivos de no actuar de la manera más correcta para la compañía. Todo esto provocará

unos mayores costes de agencia en comparación a otras empresas de inferior tamaño.

Con el objetivo de eliminar o reducir esos costes de agencia, la empresa estará dispuesta a pagar un sobresueldo aún mayor del que debería ofrecer otras empresas de inferior tamaño. Con todo esto podríamos afirmar la existencia de una relación positiva entre el tamaño de la empresa y los costes de agencia existentes, relación que provoca otro hecho cómo que a mayor tamaño las empresas deberán pagar un mayor sueldo para poder evitar los costes de agencia existentes.

5.6 Contraste β en caso de información agregada.

Con el objetivo de conocer si existía alguna diferencia de resultados en el caso de procesar la información aportada por las diferentes empresas sobre información agregada, se ha procedido a crear un modelo igual al anterior con la única diferencia de la creación de una β supletoria la cual se encarga de registrar si dicha empresa aporta o no información detallada además de la agregada estudiada en este punto.

Con dicha modificación la función de estudio es la siguiente:

$$Y \text{ (Retribución)} = \alpha \text{ (constante)} + \beta_1 \text{ Informa} + \beta_2 \text{ CEO} + \beta_3 \text{ Presidente} + \beta_4 \% \text{Consej.Ejecutivos} + \beta_5 \% \text{Consej.Independientes} + \beta_6 \text{ Assets} + \beta_7 \text{ Roa} + \beta_8 \text{ PE} + \beta_9 \text{ MBIC} + \beta_{10} \text{ BC} + \beta_{11} \text{ SC} + \beta_{12} \text{ SFI} + \beta_{13} \text{ TT} + \beta_{14} \text{ 2007} + \beta_{15} \text{ 2008} + \beta_{16} \text{ 2009}$$

Para conocer si existe alguna diferencia entre aquellas empresas que aportan información detallada y aquellas que no aportan información detallada procederemos a contrastar el nivel de significación que presenta β_1 . Para contrastar su significación presentaremos dos alternativas.

- H_0 (Hipótesis nula): β_1 es significativo.
- H_a (Hipótesis alternativa): β_1 no es significativo.

Para comprobar si podemos rechazar la hipótesis nula y así afirmar que no existen diferencias entre aquellas empresas que aportan i no aportan información nos fijaremos en su nivel de significación.

- Sign. $B1 = 0.259$

Al ser la significación resultante diferente a 0 podemos rechazar la hipótesis nula, con lo cual podemos afirmar que no existe diferencia en la retribución de aquellas empresas que aportan información detallada y aquellas que no lo hacen.

Con todo esto podemos confirmar que aquel único factor que afecta a la retribución final de los consejeros ejecutivos de manera significativa es el nivel de activos de la empresa (Assets).

6- CONCLUSIONES

Con el objetivo de finalizar este trabajo, vamos a proceder a la enumeración de toda una serie de conclusiones que hemos podido obtener durante todo este trabajo:

- Aquellas empresas que aportan información son en gran parte aquellas empresas con mayor capitalización.
- La retribución media obtenida por los consejeros ejecutivos se vio aumentada en 2008, mientras que en 2009 sufrió un pequeño descenso.
- Existe una gran relación entre la capitalización de la empresa y la retribución pagada a sus respectivos consejeros
- La retribución variable se ve aumentada cada año durante el periodo de la muestra estudiado.
- La retribución variable es utilizada en mayor medida en aquellas empresas de mayor tamaño.
- No existen diferencias retributivas en cuanto a las empresas que aportan información detallada y aquellas que no aportan información detallada.
- Comparativamente a través de medidas de performance, el sector financiero e inmobiliario es el que remunera en mejor manera a sus consejeros ejecutivos.
- A través del estudio econométrico realizado, hemos podido comprobar que únicamente aquella variable que tiene un efecto real sobre la remuneración de los consejeros es el nivel de activos en la compañía.
- La fuerte correlación entre retribución y nivel de activos puede explicarse a través de la teoría de agencia. Dicha teoría defiende la retribución ofrecida como medida para evitar comportamientos individualistas por parte del ejecutivo en detrimento de realizar las acciones que más vayan a beneficiar a sus accionistas. Al existir mayores costes de agencia en empresas mayores, será necesario ofrecen una mayor retribución a sus consejeros.
- El hecho de que las diferentes empresas aporten o no aporten información detallada sobre la remuneración de sus consejeros ejecutivos no afecta a la retribución final de sus consejeros ejecutivos.

7- ANEXO

7.1- Listado de sociedades pertenecientes a la muestra.

A continuación se adjunta una relación de todas aquellas empresas que han formado parte de la muestra debido a que si aportaron una información detallada, información utilizada para la realización de este estudio.

Denominación	Ejercicio		
	2007	2008	2009
ABENGOA, S.A.		x	x
AMPER, S.A.	x	x	x
BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA, S.A.	x	x	x
BANCO DE ANDALUCIA, S.A.	x		
BANCO DE CASTILLA, S.A.	x		
BANCO DE CREDITO BALEAR, S.A.	x		
BANCO DE GALICIA, S.A.	x		
BANCO DE VASCONIA, S.A.	x		
BANCO ESPAÑOL DE CREDITO, S.A.	x	x	x
BANCO POPULAR ESPAÑOL, S.A.	x	x	x
BANCO SANTANDER, S.A.	x	x	x
BANKINTER, S.A.	x	x	x
BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES, SDAD HOLDING DE MDOS Y STMAS FIN., S.A.	x	x	x
CLINICA BAVIERA, S.A.		x	x
COMPAÑIA DE DISTRIBUCION INTEGRAL LOGISTA, S.A.	x	x	
ENAGAS, S.A.	x	x	x
ENDESA, S.A.	x	x	x
ERCROS, S.A.	x	x	x
FUNESPAÑA, S.A.			x
GAS NATURAL SDG, S.A.	x	x	x
IBERPAPEL GESTION, S.A.	x	x	x
JAZZTEL, PLC.	x	x	x
LABORATORIOS FARMACEUTICOS ROVI, S.A.	x	x	x
NICOLAS CORREA, S.A.	x	x	x
OBRASCON HUARTE LAÍN, S.A.	x	x	x
RED ELECTRICA CORPORACION, S.A.		x	x
REPSOL YPF, S.A.	x	x	x
SACYR VALLEHERMOSO, S.A.	x	x	x
TECNOCOM, TELECOMUNICACIONES Y ENERGIA, S.A.	x	x	x
TESTA INMUEBLES EN RENTA, S.A.	x	x	x
VISCOFAN, S.A.	x	x	
VOCENTO, S.A.	x	x	x

INDICE DE TABLAS.

Tabla 1. Empresas por sector y ejercicio	6
Tabla 2. Empresas por nivel de capitalización y ejercicio.	7
Tabla 3. Empresas que aportan información según sector y capitalización.	7
Tabla 4. Remuneración media según capitalización y sector.	9
Tabla 5. Variación anual según nivel de capitalización.	11
Tabla 6. Promedio retribución fija/variable según capitalización y sector.....	11
Tabla 7. Promedio retribución fija/variable anual.....	12
Tabla 8. Promedio retribución variable según ejercicio y capitalización.....	12
Tabla 9. Diferencia retribuciones según cargo (CEO).....	13
Tabla 10. Diferencia retribuciones según cargo (Presidente)	14
Tabla 11. Diferencia retribuciones según cargo (CEO y Presidente)	14
Tabla 12. Diferencia retribución entre empresas que informan y no informan detalladamente.....	19
Tabla 13. Retribución/ventas según capitalización y sector.....	18

INDICE DE ILUSTRACIONES.

Ilustración 1. Retribución según nivel de capitalización.....	10
Ilustración 2. Retribución media según sectores.	10
Ilustración 3. % Retribución variable.	13
Ilustración 4. Remuneración media según número de consejeros.....	14
Ilustración 5. Remuneración media según número de consejeros independientes.....	15
Ilustración 6. Retribución vs Roa.....	16
Ilustración 7. Retribución vs ROE.....	17