

**REMUNERACIÓN DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN POLÍTICAMENTE
CONECTADO EN UN CONTEXTO CARACTERIZADO POR LA PRESENCIA DE
ACCIONISTAS DOMINANTES**

Guerra Pérez, Silvia Patricia^a
Profesora asociada

Bona Sánchez, Carolina^a
Profesora Contratada Doctora

Santana Martín, Domingo Javier^a
Profesor Titular

- (a) Facultad de Economía, Empresa y Turismo de la Universidad de Las Palmas de Gran Canaria - Campus de Tafira s/n; CP:35017; Las Palmas de Gran Canaria; España

Área temática: c) Dirección y Organización

Palabras clave: conexiones políticas, remuneración, consejo de administración, accionistas dominantes

REMUNERACIÓN DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN POLÍTICAMENTE CONECTADO EN UN CONTEXTO CARACTERIZADO POR LA PRESENCIA DE ACCIONISTAS DOMINANTES

Resumen

Este estudio tiene por objetivo examinar cómo la presencia de consejeros con antecedentes políticos condiciona la política retributiva del consejo de administración de la empresa cotizada en un contexto caracterizado por la presencia de accionistas dominantes. Los resultados evidencian que las conexiones políticas afectan negativamente al establecimiento de una remuneración excesiva, consistente con el mayor escrutinio público al que está sometida la actuación de la empresa políticamente conectada (e.g., Riahi-Belkaoui, 2004; Chaney *et al.*, 2011; Boubakri *et al.*, 2012) que reduce los incentivos del accionista dominante a la utilización de la retribución del consejo de administración como mecanismo de expropiación.

1. INTRODUCCIÓN

Empresarios, académicos, instituciones públicas y la sociedad han incrementado su interés por las compensaciones recibidas por los miembros del consejo de administración. En este sentido, la Comisión Europea ha publicado diversas recomendaciones (2004/913/EC, 2005/162/EC, 2009/384/EC, 2009/385/EC) que fomentan la transparencia de la remuneración de altos ejecutivos y consejeros, así como la independencia del consejo en la toma de decisiones concernientes al diseño y establecimiento de misma. En el caso español, la Orden ECC/461/2013, de 20 de marzo, establece la obligatoriedad de publicar el denominado “informe anual sobre remuneraciones”, dotando de mayor transparencia a la política de remuneración de los consejeros y de los altos ejecutivos de la empresa cotizada española.

Según la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)¹, la retribución media de por consejero de empresas que forman parte del IBEX-35 fue de unos 562.000 euros anuales, importe significativamente superior a la contraprestación percibida por el presidente del Gobierno Español en el año 2012 (Ley 2/2012, de 29 de junio, de Presupuestos Generales del Estado para el año 2012), cuya cuantía ascendió a 78.185,04 euros. Así, las elevadas remuneraciones de los consejeros resultan de gran atractivo para los políticos que han cesado su actividad. Y, a su vez, el mundo empresarial muestra un considerable interés por dichos políticos, pues sus conocimientos en el desarrollo de procedimientos burocráticos y normativos (e.g., Agrawal y Knoeber, 2001; Goldman *et al.*, 2009) les permiten actuar como enlace entre élites políticas y empresariales (e.g., Chaney *et al.*, 2011).

En esta línea, el mayor escrutinio público que afrontan las empresas políticamente conectadas (e.g., Riahi-Belkaoui, 2004; Chaney *et al.*, 2011; Boubakri *et al.*, 2012), especialmente a raíz de la actual crisis económica, reaviva el interés por profundizar en cómo la presencia de consejeros políticos podría condicionar la política retributiva del consejo de administración. No obstante, hasta donde alcanza nuestro conocimiento, no existe evidencia empírica sobre la política retributiva de un consejo de administración políticamente conectado. Así, la investigación en el campo de la retribución del consejo de administración se ha centrado principalmente en el estudio de la remuneración de ciertos tipos de consejeros como los externos (e.g. Cordeiro *et al.*, 2000; Yermack, 2004; Linn y Park, 2005; Adam y Ferreira, 2008; Farrell *et al.*, 2008; Bugeja *et al.*, 2014), siendo escasos los estudios relativos a la remuneración global del consejo de administración (e.g., Urzúa, 2009; Andreas *et al.*, 2012; López-Iturriaga *et al.*, 2015). En relación a este último cuerpo de trabajos, a excepción del caso de los consejeros que representan intereses de inversores institucionales (López-Iturriaga *et al.*, 2015) o extranjeros (Colpan y Yoshikawa, 2012), no se ha analizado cómo la presencia de ciertos tipos de consejeros, como ocurre con aquéllos que poseen vínculos políticos, podría condicionar la política de remuneración del citado órgano de gobierno.

El objetivo de este estudio es examinar cómo la presencia de consejeros con antecedentes políticos condiciona la política retributiva del consejo de administración en un país de Europa Continental; esto es, en un contexto caracterizado por la presencia de accionistas dominantes. El contexto español resulta propicio para el estudio, pues el trasvase de políticos desde la esfera pública hacia el ámbito empresarial es ampliamente observable (Bona *et al.* 2014; Guerra *et al.* 2015). En particular,

¹ Informe anual de Gobierno Corporativo de las compañías del IBEX-35, ejercicio 2012, publicado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores: http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/IAGC_IBEX35_2012F.pdf

analizamos esta cuestión en una muestra de 114 empresas no financieras cotizadas en el mercado bursátil español durante el periodo 2004-2012

Los resultados evidencian que las conexiones políticas inciden negativamente en el establecimiento de una retribución excesiva para el consejo de administración. Estos resultados son consistentes con una mayor preocupación por la reputación, por parte del accionista de control, pues el mayor escrutinio público al que está sometida la empresa políticamente conectada (*e.g.*, Riahi-Belkaoui, 2004; Chaney *et al.*, 2011; Boubakri *et al.*, 2012) reduce sus incentivos a la utilización de la retribución del consejo de administración como mecanismo de expropiación de rentas a los accionistas minoritarios.

Nuestro trabajo contribuye de modo diverso a la investigación precedente. En primer lugar, mientras la mayor parte de la literatura precedente se ha centrado en la remuneración de ciertos tipos de consejeros, tales como los externos o independientes (*e.g.* Cordeiro *et al.*, 2000; Linn y Park, 2005; Adam y Ferreira, 2008), abordamos la compensación global del consejo de administración. En segundo lugar, ampliamos el reducido número de trabajos enfocados en el estudio de la compensación del consejo de administración en países caracterizados por estructuras de propiedad concentradas (*e.g.*, Urzúa, 2009; Andreas *et al.*, 2012; López-Iturriaga *et al.*, 2015). En tercer lugar, siguiendo a Core *et al.* (1999), Brick *et al.* (2006), Core *et al.* (2008), Ertimur *et al.* (2011), Croci *et al.* (2012) y Chung *et al.* (2015), este estudio se centra en el “exceso de remuneración” del citado órgano de gobierno. Finalmente, ampliamos el estudio de las conexiones políticas, como mecanismo de gobierno de corporativo, en Europa Continental.

El resto del documento está organizado de la siguiente forma. La Sección 2 ilustra el marco teórico, la Sección 3 aborda el diseño de la investigación, la Sección 4 presenta los resultados y la Sección 5 recoge las principales conclusiones.

2. MARCO TEÓRICO

Existe abundante la literatura sobre los determinantes de la remuneración de los directivos (*e.g.* Gómez-Mejía y Wiseman, 1997; Bebchuk y Fried, 2004; Sapp, 2008), particularmente del CEO (*e.g.*, Jensen y Murphy, 1990; Gómez-Mejía y Wiseman, 1997; Bebchuk *et al.*, 2002; John y Qian, 2003; Chhaochharia y Grinstein, 2009; Croci *et al.*, 2012). Sin embargo, los estudios sobre los determinantes de la remuneración del consejo de administración son escasos (*e.g.*, Urzúa, 2009; Andreas *et al.*, 2012; López-Iturriaga *et al.*, 2015) y frecuentemente centrados en la remuneración de los consejeros externos (*e.g.* Yermack, 2004; Linn and Park, 2005; Farrell *et al.*, 2008; Larcker *et al.*, 2013; Bugeja *et al.*, 2014). Además, a excepción del caso de los consejeros que representan intereses de inversores institucionales (López-Iturriaga *et al.*, 2015) o extranjeros (Colpan y Yoshikawa, 2012), el papel de ciertos tipos de consejeros, como aquéllos que poseen vínculos políticos, en la determinación de la remuneración consejo de administración no ha sido considerado en investigaciones precedentes.

Además, la mayor parte de los trabajos que han analizado la compensación del consejo de administración se ha centrado en el contexto norteamericano y, por tanto, en un sistema de gobierno corporativo que difiere significativamente del predominante en Europa Continental. En este sentido, España, como la mayoría de países de Europa Continental, se caracteriza por un elevado nivel de corrupción (Transparencia Internacional, 2013) y una escasa protección legal de los intereses de los inversores externos (*e.g.*, La Porta *et al.*, 1998; 1999; Djankov *et al.*, 2008) y, consecuentemente,

una elevada concentración de propiedad, destacando la presencia de propietarios dominantes (e.g., La Porta *et al.*, 1999; Faccio y Lang, 2002; Santana y Aguiar, 2006). Adicionalmente, las masivas privatizaciones acaecidas en España en las últimas décadas han propiciado que muchas empresas designen consejeros que previamente ocuparon algún cargo político (e.g., Bona *et al.*, 2014; Guerra *et al.*, 2015). Como resultado, la presencia de políticos en los consejos de administración es habitual en España (e.g., Bona *et al.*, 2014; Guerra *et al.*, 2015).

De otra parte, la estructura de propiedad es un determinante relevante de la remuneración del consejo (e.g., Johnson *et al.*, 2000; Renders y Gaeremy, 2012; Shan, 2013) debido a que dicho mecanismo de gobierno determina en gran medida los costes de agencia a los que se enfrenta la empresa (Jensen y Mecking, 1976). Sin embargo, la mayoría de los estudios sobre la remuneración del consejo de administración se ha centrado en un contexto de propiedad difusa donde el principal conflicto de agencia deriva de la divergencia de intereses entre directivos y accionistas. Sin embargo, en Europa Continental, el principal conflicto de agencia surge de la diferencia de intereses entre el propietario dominante y los accionistas minoritarios (e.g., La Porta *et al.*, 2000; Burkart *et al.*, 2003; Villalonga y Amit, 2006; Young *et al.*, 2008).

En esta línea, debido a los altos niveles de concentración de propiedad, los consejos de administración en Europa Continental suelen estar controlados por el propietario dominante (e.g., Cuervo, 2002; De Andrés *et al.*, 2005; Sánchez *et al.*, 2011). Además, en el contexto español, la reducida presencia de consejeros independientes en las comisiones de remuneración del consejo de administración (Sánchez *et al.*, 2011) incrementa la habilidad del propietario dominante para incidir en la remuneración del consejo. Consecuentemente, el estudio de la política de remuneración de este órgano de gobierno, bajo la presencia de conexiones políticas, exige contemplar cómo afectan a los incentivos del propietario dominante en relación con el diseño y establecimiento de la política remunerativa.

De acuerdo con los argumentos previos, las políticas de remuneración pueden ser parte de los problemas de agencia más que una solución a los mismos (e.g., Bebchuk *et al.*, 2002; Croci *et al.*, 2012). De este modo, el propietario dominante puede emplear la remuneración del consejo como mecanismo de expropiación de rentas a los accionistas minoritarios (e.g., Urzúa, 2009) ante la presencia de conexiones políticas. Así, Qian *et al.* (2011) argumentan que si el principal objetivo de la conexión política es facilitar el acceso a la financiación bancaria, este tipo de vínculo podría incrementar los incentivos del propietario dominante a la expropiación, pues proporciona una vía alternativa al mercado de capitales para acceder a recursos financieros y, con ello, reduce la disciplina de dichos mercados sobre la empresa. En este sentido, la mayor facilidad para acceder a fondos bancarios puede ser particularmente importante en España, donde según el *Global Competitiveness Report 2013-2014* (Foro Económico Mundial), el acceso a la financiación es uno de los aspectos más problemáticos para el desarrollo de las actividades empresariales. Además, España cuenta con un sistema financiero orientado a la banca (e.g., Cuervo, 1991; Steinherr y Hueveneers, 1994; Ruiz y Santana, 2011; Ampenberger *et al.*, 2013) caracterizado por una destacada intervención estatal en la economía, tanto a través del banco central, como a través de su influencia en las instituciones financieras. De este modo, la estrecha relación entre Estado y sector bancario puede favorecer que las empresas políticamente conectadas disfruten de un mayor acceso al crédito bancario, así como a un menor coste del mismo (Boubakri *et al.*, 2012). Consecuentemente, cuando el propietario dominante nombra a un consejero político con el objetivo de facilitar el acceso al crédito bancario, existirá una mayor probabilidad de colusión entre sus intereses y los del consejero político, a expensas de los intereses de los accionistas minoritarios. En este contexto, el

propietario dominante puede emplear la remuneración como un mecanismo de expropiación en presencia e conexiones políticas.

Sin embargo, si la cuantía y la composición de la remuneración del consejo excede significativamente del nivel establecido por el contrato óptimo (e.g., Gómez-Mejía y Wiseman, 1997; Core y Larcker, 2002), y dicho exceso es percibido por el mercado de capitales, éste se traducirá en costes derivados de la pérdida de reputación (Bebchuk *et al.*, 2002). En este sentido, las empresas políticamente conectadas hacen frente a un mayor escrutinio público (e.g., Riahi-Belkaoui, 2004; Chaney *et al.*, 2011; Boubakri *et al.*, 2012) y, por tanto, el accionista dominante mostrará mayor preocupación por la reputación, menores incentivos a expropiar a los accionistas minoritarios a través de la remuneración del consejo y, con ello, el exceso de remuneración del citado órgano de gobierno en presencia de conexiones políticas.

Desde otra perspectiva, las conexiones políticas pueden aportar recursos valiosos a la empresa: preferencia en la adjudicación de contratos públicos (e.g., Agrawal y Knoeber, 2001; Goldman *et al.*, 2009; Duchin y Sosyura, 2012), condiciones preferentes en el acceso a la financiación bancaria (Charrumilind *et al.*, 2006), menor coste de la financiación (e.g., Faccio, 2006; Claessens *et al.*, 2008; Boubakri *et al.*, 2012), menor carga fiscal (e.g., Faccio, 2010), menor presión regulatoria sobre la actividad de la empresa (Agrawal y Knoeber, 2001), etc. De acuerdo con estos argumentos, el accionista de control, ante la presencia de consejeros políticos, puede utilizar la remuneración del consejo para alinear sus intereses con los de los accionistas minoritarios, pues ambos agentes tienen interés en retener al consejero político debido a las ventajas que aportan a la firma (e.g., Fisman, 2001; Faccio y Parsley, 2009; Guerra *et al.*, 2015), por lo que el exceso de remuneración puede ser una vía de retención de las mismas.

De esta forma, la incidencia de la conexión política en el consejo de administración en un contexto caracterizado por la presencia de accionistas dominantes es una cuestión empírica. Así, enunciamos la primera hipótesis:

Hipótesis 1. La presencia de consejeros políticos incide en el exceso de remuneración del consejo de administración.

3. DISEÑO DE LA INVESTIGACIÓN

La población objeto de estudio la conforman las 114 empresas españolas no financieras que cotizan en el mercado Continuo durante el periodo 2004-2012. Además, para la realización de las estimaciones se ha aplicado el método desarrollado por Hadi (1994) con el fin de eliminar valores extremos, obteniéndose un panel no balanceado de 904 observaciones empresa-año.

Remuneración del consejo

La política retributiva consejo de administración se analiza mediante el empleo el exceso de remuneración², obtenido como diferencia entre la remuneración total del citado órgano de gobierno y la remuneración estimada a partir de las características económicas de la empresa (e.g., Core *et al.*, 1999; Brick *et al.*, 2006; Core *et al.*, 2008; Ertimur *et al.*, 2011; Croci *et al.*, 2012; Chung *et al.*, 2015). Así, consistente con la

² La información obtenida de los informes anuales de gobierno corporativo publicados por las empresas en la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

literatura previa, esta variable se obtiene mediante el residuo de la estimación de la remuneración total del consejo utilizando como variables explicativas las principales características económicas corporativas relacionadas con la remuneración.

La investigación precedente incluye la variable *TAMAÑO*, y se espera una mayor remuneración de los consejeros en las empresas de mayor dimensión (e.g. Ryan y Wiggins, 2004; Linn y Park, 2005; Farrell *et al.* 2008; Urzúa, 2009; Bugeja *et al.*, 2014; López-Iturriaga *et al.*, 2015) debido a que las funciones del consejo son más complejas, el proceso de toma de decisiones es más arduo y la responsabilidad de los consejeros es elevada (e.g., Brick *et al.*, 2006; Doucouliagos *et al.*, 2007). Además, se considera la variable *DEUDA* (e.g. Brick *et al.*, 2006; Farrell *et al.*, 2008; López-Iturriaga *et al.*, 2015), pues el endeudamiento incide en los recursos financieros disponibles, pudiendo afectar al uso de la remuneración del consejo de administración como mecanismo de control (e.g. Bryan *et al.*, 2000; Brick *et al.*, 2006). En esta línea, según la teoría del *free cash flow* (Jensen, 1986), bajos niveles de deuda y elevados niveles de *free cash flow* se asocian a una mayor remuneración. En el contexto de Europa Continental, Andreas *et al.* (2012) documentan, para una muestra de empresas alemanas, una relación negativa entre endeudamiento y compensación del consejo. Sin embargo, López-Iturriaga *et al.* (2015), para una muestra de empresas españolas, encuentran una relación positiva entre deuda y remuneración del consejo de administración.

Asimismo, se incluye la ratio *MTB* (e.g. Core *et al.*, 1999; Bryan *et al.*, 2000; Cordeiro *et al.*, 2000; Linn y Park, 2005; Farrell *et al.*, 2008; Matolcsy y Wright, 2011). Los trabajos previos señalan la presencia de una relación positiva entre las oportunidades de crecimiento y el nivel de remuneración de los consejeros ejecutivos (e.g., Core *et al.*, 1999; Linn y Park, 2005; Ozkan, 2007). En esta línea, López-Iturriaga, *et al.* (2015) muestran que las oportunidades de crecimiento afectan positivamente a la remuneración global del consejo de administración. Así, las empresas con mayores perspectivas de crecimiento requieren consejeros que dominen, tanto la actividad de la empresa, como los problemas derivados de un alto nivel de crecimiento (Cordeiro *et al.*, 2000). En consecuencia, estas empresas aumentan sus niveles de remuneración con la intención de retener a los consejeros que poseen un mayor conocimiento y experiencia (e.g., Smith y Watts, 1992; Gaver y Gaver, 1993).

Además, la literatura previa sobre la compensación del CEO (e.g., Core *et al.*, 1999; Firth *et al.*, 2007; Core *et al.*, 2008; Ertimur *et al.*, 2011; Shin y Seo, 2011), así como de los consejeros externos (e.g., Adam y Ferreira, 2008; Cordeiro, *et al.* 2000) considera la rentabilidad como determinante económico de la remuneración. En concreto, se emplean las variables, *ROA* y *RENT_ACCIONES*, pues difieren como indicadores del rendimiento empresarial (Firth *et al.* 2007). La *ROA* depende fundamentalmente de la función ejecutiva y su cálculo se basa en cifras contables susceptibles de manipulación (e.g., Cordeiro *et al.*, 2000; Firth *et al.*, 2007). Sin embargo, la rentabilidad de mercado las acciones (*RENT_ACCIONES*) representa las expectativas de los inversores, está sujeta a la voluntad del mercado y a las alteraciones del entorno macroeconómico, siendo difícil de manipular por parte de la gerencia (e.g. Cordeiro *et al.*, 2000; Firth *et al.*, 2007) y, por ende, del consejo de administración. Además, Cordeiro *et al.* (2000) argumentan que los principios que rigen el diseño de la remuneración de los ejecutivos son aplicables al diseño de la política de remuneración de los consejeros. Así, estudios previos que analizan la remuneración de los directivos evidencian una relación positiva entre rentabilidad y nivel de compensación (e.g., Murphy, 1985; Jensen y Murphy, 1990; Sapp, 2008). En esta línea, Brick *et al.* (2006) documentan una asociación entre la baja rentabilidad empresarial y la existencia de exceso de remuneración para consejeros y directivos, consecuencia del amiguismo o

favoritismo entre el CEO y el consejo, pues los intereses de ambos agentes colusionan para expropiar la riqueza de la compañía.

Asimismo, se incluye la variable *ANTIGÜEDAD_CONSEJO* (e.g., Anderson *et al.*, 2004; Ertugrul y Hedge, 2008; Sapp, 2008), pues es uno de los determinantes de la calidad de la labor del consejo. Vafeas (2003) argumenta que la calidad de los consejeros puede variar con su permanencia en la firma. Así, una mayor antigüedad media del consejo puede implicar mayor experiencia y conocimiento sobre la actividad empresarial y del entorno en el que ésta se desarrolla (Vance, 1983). Asimismo, los consejeros con mayor antigüedad estarían más comprometidos con los objetivos de la compañía (Buchanan, 1974). Sin embargo, una elevada antigüedad puede limitar el acceso a información a individuos que no forman parte del consejo de administración (Katz, 1982). Además, pueden establecerse relaciones de amistad con el equipo directivo que reducen su eficacia supervisora de la función ejecutiva (Vafeas, 2003).

No obstante, en cuanto a las variables económicas que determinan la remuneración, no existe consenso en la investigación precedente sobre la consideración del riesgo como variable explicativa. Así, Core *et al.* (2008), Ertimur *et al.* (2011), Croci *et al.* (2012) y Chung *et al.* (2015) no incluyen medidas de riesgo en las correspondientes estimaciones que permiten obtener el exceso de remuneración. Si bien, Core *et al.* (1999) y Brick *et al.* (2006) emplean medidas de riesgo en sus estimaciones. En este sentido, Banker y Datar (1989) señalan que el riesgo incide en la compensación y Cyert *et al.* (1997) encuentran que la remuneración del CEO es mayor en las empresas con mayor volatilidad en el precio de las acciones. Así, se incluyen variables representativas de riesgo: *RIESGO_ROA*, como medida de riesgo económico de la empresa y *RIESGO_ACCIÓN*, como indicador del riesgo de la acción. De este modo, se emplean dos especificaciones para estimar la remuneración total del consejo de administración mediante un pool clasterizado por empresas a través de las siguientes ecuaciones:

$$TOTAL_REMU_{it} = \alpha_0 + \beta_1 RENT_ACCION_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 DEUDA_{it} + \beta_4 MTB_{it} + \beta_5 TAMAÑO_{it} + \beta_6 ANTIGÜEDAD_CONSEJO_{it} + \delta_k + \theta_t + \mu_i + \pi_{it} \quad (\text{Ecuación 1})$$

$$TOTAL_REMU_{it} = \alpha_0 + \beta_1 RENT_ACCION_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 DEUDA_{it} + \beta_4 MTB_{it} + \beta_5 TAMAÑO_{it} + \beta_6 ANTIGÜEDAD_CONSEJO_{it} + \beta_7 RIESGO_ROA_{it} + \beta_8 RIESGO_ACCION_{it} + \delta_k + \theta_t + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (\text{Ecuación 2})$$

Donde δ_k , θ_t , y μ_i representan variables dicotómicas que recogen el efecto del sector, año y empresa, respectivamente. De este modo, en consonancia con Brick *et al.* (2006), Core *et al.*, (2008), Ertimur *et al.* (2011) Croci *et al.* (2012) y Chung *et al.*, (2015) el residuo de cada una de las estimaciones (π_{it} y ε_{it}) representa el exceso de remuneración del consejo, es decir, la diferencia entre la remuneración del consejo de administración real y la estimada en función de los determinantes económicos de la empresa. De este modo, π_{it} es el exceso de remuneración sin considerar variables de riesgo (*EXCESO_REMU*) y ε_{it} es el exceso de remuneración cuando se considera el riesgo en su estimación (*EXCESO_REMU_RIESGO*)³.

Conexiones políticas

³ Estimaciones en la Tabla A.1. del Anexo.

En consonancia con la literatura previa (e.g., Faccio, 2006; Goldman *et al.*, 2009; Chaney *et al.*, 2011; Chen *et al.*, 2011; Boubakri *et al.*, 2012; Duchin y Sosyura, 2012; Bona *et al.*, 2014; Guerra *et al.*, 2014), se emplea la presencia de consejeros que han ocupado cargos políticos previamente como *proxy* de la existencia de conexiones políticas

Los datos han sido recopilados a mano utilizando diversas fuentes de información: *Currículum Vitae* de los miembros del consejo de administración disponible en los informes anuales de gobierno corporativo publicados por las empresas en la CNMV, web corporativa de las firmas incluidas en la muestra y web de organismos oficiales. Si bien, en el caso de aquellas empresas en las que esta información no estaba disponible en sus informes de gobierno corporativo, se optó por solicitarla directamente vía *email*.

Divergencia

La variable *DIVERG* permite analizar la incidencia de las conexiones políticas en la remuneración del consejo ante estructuras que permiten la separación de derechos de propiedad y control del accionista dominante. Para ello, se ha seguido la metodología de determinación de las cadenas de control (e.g., La Porta *et al.*, 1999; Claessens *et al.*, 2000; Faccio y Lang, 2002). Los datos se han obtenido de la información sobre participaciones significativas publicada por la CNMV, así como de la base de datos SABI (*Bureau Van Dijk*). A este respecto, Urzúa (2009) muestra que el propietario dominante utiliza la remuneración del consejo de administración como una vía de expropiación de recursos (*tunneling*) cuando forma parte del citado órgano de gobierno y sus derechos de *cash flow* se reducen en relación con sus derechos de voto. Sin embargo, Barontini y Bozzi (2008) muestran que la divergencia entre los derechos de voto y *cash flow* puede tener un impacto negativo en el nivel de compensación de manera que, a pesar de que dicha separación aumenta los costes de agencia, no parece inducir a una extracción de recursos a través de la remuneración del consejo de administración.

Variables de control

La estructura de propiedad de la empresa afecta a los incentivos de los agentes internos para controlar la actuación directiva (Shleifer y Vishny, 1997), así se incluyen los derechos de voto del propietario dominante (*VOTO*) calculados mediante la metodología de definición de las cadenas de control (e.g., La Porta *et al.*, 1999; Claessens *et al.*, 2000; Faccio y Lang, 2002). En esta línea, Andreas *et al.* (2012) encuentran una relación negativa entre concentración de propiedad y nivel de remuneración, pues se reduce el empleo de la esta última como instrumento de control de la actuación de los consejeros (Bryan y Klein, 2004). Además, Linn y Park (2005) evidencian que las empresas motivan a los consejeros de la misma forma que al CEO (e.g., Smith y Watts, 1992, Gaver y Gaver, 1993, 1995), por lo que el empleo de la remuneración como mecanismo motivador de conductas maximizadoras de valor es válido tanto para el CEO como para el consejero. En esta línea, Hartzell y Starks (2003) y Sapp (2008) encuentran que la propiedad del accionista dominante tiene un impacto negativo en la compensación del CEO y de los altos ejecutivos. Por otro lado, un propietario con una elevada participación en el capital de la empresa puede expropiar recursos de la firma (e.g., Morck y Yeung, 2004; Bertrand y Schoar, 2006) vía remuneración (Bebchuk y Fried, 2004). Así, Barak *et al.* (2011) ofrece evidencias sobre el exceso de remuneración como fuente de beneficios privados del control. Sin embargo, Elston y Goldberg (2003) encuentran una relación negativa entre control familiar y compensación a directivos y Bugeja *et al.* (2014) no encuentran una relación estadísticamente significativa entre derechos de voto del propietario dominante y remuneración de consejeros externos.

Por otro lado, se ha considerado el papel dual del presidente del consejo cuando desempeña un rol ejecutivo (*PRESI_DUAL*) como determinante de la remuneración del consejo, pues su poder como presidente puede afectar al nivel y a la composición de la remuneración de los consejeros (Harley y Wiggins, 2004). Así, el mayor poder del CEO puede afectar a la independencia del consejo, incrementando los problemas de agencia (e.g. Hermalin y Weisbach, 1998; Harley y Wiggins, 2004). En esta línea, trabajos previos han encontrado que la dualidad del presidente aumenta el nivel de remuneración del consejo de administración (e.g. Harley y Wiggins, 2004). Además, Brick *et al.* (2006) muestran que la dualidad del CEO afecta positivamente al exceso de remuneración de consejeros y directivos debido a que reduce la eficacia de la supervisión del consejo sobre el equipo directivo y aumenta el favoritismo entre CEO y consejeros.

4. RESULTADOS

Estadísticos Descriptivos

La Tabla 1 muestra la evolución de las conexiones políticas de las empresas cotizadas no financieras españolas en el periodo 2004-2012. El Panel A detalla que, en promedio, el 54% de las compañías cotizadas están conectadas políticamente. Además, los resultados muestran que la proporción media de políticos en el consejo de administración del 15%. Estos resultados son consistentes con Bona *et al.* (2014) y Guerra *et al.* (2015).

El Panel B indica que alrededor del 70% de las empresas cotizadas no financieras, cuenta con un presidente del consejo con un papel ejecutivo. Asimismo, en el Panel C se presentan los estadísticos descriptivos de las variables continuas, así como el test de diferencia de medias entre las empresas políticamente conectadas y las empresas que carecen de este tipo de vínculos. Los resultados indican que las firmas con conexiones políticas tienen mayor tamaño, endeudamiento, rentabilidad económica y riesgo de mercado, así como mayor divergencia entre derechos de voto y *cash flow* del accionista dominante. No obstante, tienen un consejo de administración con una antigüedad media significativamente menor que las firmas que carecen de nexos políticos. Sin embargo, las empresas políticamente conectadas y las que carecen de este tipo de vínculos no difieren en de oportunidades de crecimiento, rentabilidad de mercado de las acciones y riesgo económico.

El Panel D presenta las correlaciones entre las variables, indicando que la multicolinealidad no es un problema en las regresiones. Además, los valores del Factor de Inflación de la Varianza (VIF) están muy por debajo de 5, valor indicativo de la posible presencia de multicolinealidad de acuerdo con Studenmund, (1997).

Tabla 1. Estadísticos descriptivos

Panel A. Conexiones Políticas									
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Empresas políticamente conectadas (%)	50.57	55.43	54.00	55.36	53.57	54.63	57.69	56.44	52.53
Consejeros políticos (%)	16.03	15.91	14.50	13.69	14.81	14.56	14.81	14.98	15.59
Panel B. Estadístico Descriptivo Variable Dicotómica									
<i>PRESI_DUAL</i> (%)	71.67								
Panel C. Estadístico Descriptivo. Variables Continuas									
	<i>Empresas con conexiones políticas</i> (N= 454)			<i>Empresas sin conexiones políticas</i> (N=411)			<i>t-Test</i>		
	Media	D.T.	Mediana	Media	D.T.	Mediana			
<i>DIVERG</i>	4.79	7.82	0	3.54	6.24	0	2.74***		
<i>TAMAÑO</i>	14.55	1.87	14.66	13.17	1.59	13.13	12.32***		
<i>ROA</i>	0.05	0.1	0.06	0.04	0.12	0.05	2.2**		
<i>MTB</i>	3.5	18.2	1.83	3.13	7.2	1.63	0.36		
<i>VOTO</i>	31.62	20.8	24.16	32.96	21.31	25.83	-1.09		

<i>DEUDA</i>	0.64	0.21	0.65		0.62	0.22	0.61		2.09**
<i>ANTIGÜEDAD_CONSEJO</i>	6.1	3.5	5.68		6.9	5.16	5.28		-2.45**
<i>RENT_ACCIÓN</i>	0.08	0.63	0.01		0.07	0.70	0		0.82
<i>RIESGO_ROA</i>	0.05	0.07	0.02		0.04	0.05	0.02		1.61
<i>RIESGO_ACCIÓN</i>	0.55	0.95	0.36		0.45	0.98	0.32		1.77**

Panel D. Matriz de correlaciones

	<i>POLÍTICOS</i>	<i>DIVERG</i>	<i>TAMAÑO</i>	<i>ROA</i>	<i>MTB</i>	<i>VOTO</i>	<i>DEUDA</i>	<i>ANTIGÜEDAD_CONSEJO</i>	<i>RENT_ACCIÓN</i>	<i>PRESI_DUAL</i>	<i>RIESGO-ROA</i>	<i>VIF</i>
<i>POLÍTICOS</i>												1.28
<i>DIVERG</i>	0.086**											1.17
<i>TAMAÑO</i>	0.36***	0.297***										1.63
<i>ROA</i>	0.06**	0.074*	0.16***									1.46
<i>MTB</i>	0.01	0.074*	-0.02	0.10***								1.19
<i>VOTO</i>	-0.03	0.297***	0.09***	0.05*	0.02							1.17
<i>DEUDA</i>	0.06**	0.02	0.23***	-0.16***	0.02	0.12***						1.49
<i>ANTIGÜEDAD_CONSEJO</i>	-0.08**	-0.02	-0.08***	0.19***	0.05	0.02	-0.09***					1.17
<i>RENT_ACCIÓN</i>	0.01	-0.05	0.02	0.15***	0.34***	-0.02	-0.08**	-0.05				1.19
<i>PRESI_DUAL</i>	0.23***	-0.02	0.18***	0.01	-0.07**	-0.08**	0.10***	0.12***	0.006			1.15

<i>RIESGO_ROA</i>	0.05	0.06*	-0.19***	-0.10***	0.10***	-0.08**	0.09***	-0.19***	0.07**	-0.11***		1.19
<i>RIESGO_ACCIÓN</i>	0.06*	-0.03	-0.08**	-0.05	-0.004	-0.05	-0.01	0.02	0.006	0.06**	0.05	1.03
<hr/>												
Media VIF												1.26

***, **, * Estadísticamente significativo al 1%, 5% y 10%, respectivamente.

Análisis Multivariante

Las regresiones han sido estimadas utilizando el Método Generalizado de los Momentos (GMM) desarrollado por Arellano y Bond (1991), incorporando las correcciones propuestas por Arellano y Bover (1995) y Blundell y Bond (1998). En este sentido, se han realizado las estimaciones de GMM en niveles y en dos etapas. De este modo, la metodología permite abordar el problema de heterogeneidad y el problema de endogeneidad.

El análisis de la incidencia de las conexiones políticas en la política de remuneración del consejo de administración se realiza mediante las siguientes especificaciones:

$$EXCESO_REMU_{it} = \alpha_0 + \beta_1 POLÍTCOS_{it} + \beta_2 DIVERG_{it} + \beta_3 POLÍTCOS \times DIVERG_{it} + \beta_4 VOTO_t + \beta_5 PRESI_DUAL_{it} + \varepsilon_{it}$$

(Ecuación 3)

$$EXCESS_REMU_RISK_{it} = \alpha_0 + \beta_1 POLÍTCOS_{it} + \beta_2 DIVERG_{it} + \beta_3 POLÍTCOS \times DIVERG_{it} + \beta_4 VOTO_t + \beta_5 PRESI_DUAL_{it} + \varepsilon_{it}$$

(Ecuación 4)

donde ε_{it} es el término de error para la empresa i en el año t .

Los resultados muestran que la presencia de políticos en el consejo afecta negativamente al establecimiento de una remuneración excesiva para el consejo de administración, tanto si se considera el riesgo en la determinación del sobrepago (modelo 1), como si se excluye (modelo 2). Estos resultados son consistentes con el empleo de la remuneración del consejo como mecanismo de alineamiento, pues en comparación con las empresas no conectadas, las empresas políticamente conectadas afrontan un mayor escrutinio (e.g., Riahi-Belkaoui, 2004; Chaney *et al.*, 2011; Boubakri *et al.*, 2012), que incrementa la preocupación del propietario dominante por los costes derivados de la pérdida de reputación ante conductas expropiatorias vía política de remuneración. De este modo, un consejo de administración políticamente conectado se asocia a un menor exceso de remuneración del citado órgano de gobierno.

Los coeficientes de la interacción *POLÍTCOSxDIVERG* indican que en las empresas políticamente conectadas, la divergencia entre los derechos de voto y *cash flow* del accionista dominante incide positivamente en el exceso de remuneración del consejo de administración. Si bien, nuestra investigación no discrimina si el incremento del exceso es consecuencia de una conducta oportunista por parte del accionista de control, o bien, de un mayor pago con la intención de retener las ventajas que suponen para la empresa la presencia del consejero político.

Con respecto a las variables de control, el coeficiente de *VOTO* muestra un efecto negativo y significativo en el exceso de remuneración del consejo. Estos resultados sugieren que la propiedad concentrada actúa como mecanismo de control alternativo a la supervisión del consejo, siendo menor su remuneración (e.g. Bryan and Klein, 2004). Finalmente, con respecto a la variable *PRESI_DUAL*, los resultados indican que el papel dual del presidente como ejecutivo afecta negativa y significativamente al exceso de remuneración de consejo de administración. Estos resultados no son consistentes con los signos esperados en base a la literatura previa centrada en el contexto anglosajón (e.g., Harley y Wiggins, 2004; Brick *et al.*, 2006), pudiendo ser reflejo de los mayores costes de pérdida de reputación que soporta esta figura en un contexto en el que la coincidencia en la misma persona del principal accionista y el presidente del consejo de administración es elevada.

Tabla 2. Empresas políticamente conectadas y exceso de remuneración del consejo de administración

	<i>Signo estimado</i>	<i>EXCESO_REMU_RIESGO</i> (1)	<i>EXCESO_REMU</i> (2)
<i>POLÍTICOS</i>	+/-	-46.19*** (-11.82)	-11.29*** (-3.70)
<i>DIVERG</i>	+/-	-7.26*** (-5.76)	-19.28*** (-4.56)
<i>POLÍTICOSxDIVERG</i>	+/-	9.66*** (9.03)	27.72*** (6.02)
<i>VOTO</i>	+/-	-0.929*** (-2.31)	-16.02* (-1.83)
<i>PRESI_DUAL</i>	+	-27.11*** (-6.22)	-76.51** (-2.12)
Constante		-19.37*** (-5.02)	-66.67 (-0.52)
Hansen		104.84 (150)	47.77 (55)
Test m ²		0.95	0.91
Test z ₁		75.44***	9.61***

***, **, * Estadísticamente significativo al 1%, 5% y 10%, respectivamente. Entre paréntesis, *estadístico-t* basado en errores estándar robustos. Test de Hansen, determina si los instrumentos están correlacionados con los residuos, bajo la Hipótesis nula de que los instrumentos no están correlacionados con los residuos. Test m², determina si existe correlación serial de segundo orden en los residuos de las primeras diferencias. Test z₁, test de Wald para la significación conjunta de los coeficientes reportados.

Análisis de sensibilidad

Para dotar de mayor robustez a nuestros resultados, empleamos medidas alternativas de conectividad política. De este modo, se define *POLÍTICOS_ALTO*, como variable dicotómica que toma el valor 1 si al menos uno de los consejeros ha ocupado un cargo político a nivel nacional o europeo en el pasado, y cero en caso contrario (Bona *et al.*, 2014; Guerra *et al.*, 2015). Asimismo, se incluye *PORC_POLÍTICOS*, que mide el peso relativo de los consejeros políticos respecto al total de miembros que configuran el consejo de administración. La Tabla 3 muestra los resultados de las estimaciones. Los resultados son consistentes con los resultados reportados en la Tabla 2.

Tabla 3. Empresas políticamente conectadas y exceso de remuneración del consejo de administración

	<i>EXCESO- REMU_RIES GO (3)</i>	<i>EXCESO_REM U (4)</i>	<i>EXCESO- REMU_RIES GO (5)</i>	<i>EXCESS_R EMU (6)</i>
<i>POLÍTICOS_ALTO</i>	-17.96*** (-20.18)	-76.37*** (-13.05)		
<i>PORC_POLÍTICOS</i>			-0.965*** (-7.81)	-42.26*** (-7.70)
<i>DIVERG</i>	-9.60*** (-6.19)	-57.98*** (-9.91)	-6.83*** (-3.24)	-27.42*** (-13.15)
<i>DIVERGxPOLÍTICOS_ ALTO</i>	10.32*** (14.17)	10.50*** (16.47)		
<i>DIVERGxPORC_POLI TICOS</i>			0.444*** (16.23)	8.03*** (19.89)
<i>VOTO</i>	-2.47*** (5.108)	-6.46*** (-3.97)	-2.56*** (-6.54)	7.49*** (12.60)
<i>PRESI_DUAL</i>	-31.4*** (-8.74)	-92.63*** (-8.01)	-79.48*** (-20.77)	-17.72*** (-8.02)
Constante	-77.75*** (28.74)	84.47*** (9.57)	11.54*** (-27.95)	56.18*** (16.63)
Hansen	106.02(116)	82.98(82)	102.68(116)	111.47(127)
Test m ²	0.95	0.97	0.96	0.97
Test z ₁	87.45***	64.85***	56.26***	60.05***

***,**, * Estadísticamente significativo al 1%, 5% y 10%, respectivamente. Entre paréntesis, *estadístico-t* basado en errores estándar robustos. Test de Hansen, determina si los instrumentos están correlacionados con los residuos, bajo la Hipótesis nula de que los instrumentos no están correlacionados con los residuos. Test m², determina si existe correlación serial de segundo orden en los residuos de las primeras diferencias. Test z₁, test de Wald para la significación conjunta de los coeficientes reportados.

5. CONCLUSIONES

Este estudio ha analizado la remuneración del consejo de administración políticamente conectado en un país de Europa Continental, y por tanto, en un entorno caracterizado por la presencia de accionistas dominantes (*e.g.*, La Porta *et al.*, 1999; Faccio y Lang, 2002; Santana y Aguiar, 2006) en el cual el principal conflicto de agencia deriva de la divergencia de intereses entre el propietario dominante y los accionistas minoritarios (*e.g.*, La Porta *et al.*, 2000; Burkat *et al.*, 2003; Villalonga y Amit, 2006; Young *et al.*, 2008). En este contexto, el accionista dominante tiene la habilidad para controlar la composición y el funcionamiento del consejo de administración y, por tanto, su remuneración.

En concreto, se ha examinado cómo la presencia de consejeros que previamente desempeñaron cargos políticos condiciona la política retributiva del consejo de administración. Para ello, se ha empleado el “exceso de remuneración” del citado

órgano de gobierno (e.g., Core *et al.*, 1999; Brick *et al.*, 2006; Core *et al.*, 2008; Ertimur *et al.*, 2011; Croci *et al.* 2012 y Chung *et al.*, 2015) con el objetivo de determinar si el sobrepago es consecuencia de potenciales conflictos de agencia asociados a la presencia de consejeros políticos en firmas bajo el control de accionistas dominantes o, por el contrario, es resultado de un mayor incentivo a retener las ventajas asociadas a la conexión política. Asimismo, se ha analizado la incidencia de la divergencia entre los derechos de voto y *cash flow* del accionista dominante en la relación remuneración-conectividad política del consejo de administración, pues en Europa Continental es habitual que propietarios dominantes empleen estructuras piramidales para incrementar su poder sobre la firma (e.g., La Porta *et al.*, 1999; Claessens *et al.*, 2000; Faccio y Lang, 2002) con una menor inversión (Morck *et al.*, 2004).

La evidencia obtenida señala que la presencia de consejeros políticos afecta negativamente al exceso de remuneración del consejo de administración. Este resultado es consistente con el mayor escrutinio que afronta la empresa políticamente conectada (e.g. Chaney *et al.*, 2011; Boubakri *et al.*, 2012), que conlleva una mayor preocupación del accionista de control por los costes derivados de la pérdida de reputación derivados de dichos sobrepagos (Bebchuck *et al.*, 2002). En este sentido, la erosión de la reputación corporativa podría suponer la pérdida de las ventajas asociadas a la conexión política, pues dichos consejeros pueden abandonar la compañía si su propia reputación se ve negativamente afectada (Yermack, 2004). Así, los incentivos del accionista dominante para emplear la política retributiva del consejo de administración políticamente conectado como vía de expropiación de rentas a los minoritarios se reducen, evitando establecer contraprestaciones excesivas a fin de legitimar la actuación de la empresa ante el mercado (Bender, 2004) y, con ello, señalar que la conducta corporativa está lejos de ser oportunista.

Los resultados alcanzados proporcionan evidencias de utilidad para reguladores y organismos supervisores en sus esfuerzos por limitar las prácticas expropiatorias instrumentadas a través de retribuciones excesivas de dicho órgano de gobierno. Además, ampliamos la reducida literatura sobre las conexiones políticas en Europa Continental, contribuyendo al conocimiento de éstas como mecanismo de gobierno corporativo.

El presente estudio está sujeto a la limitación inherente a la dificultad de identificar y medir la conectividad política. La presencia de consejeros con antecedentes políticos en el consejo de administración se ha empleado como *proxy* de conexión política. Sin embargo, la vinculación entre élite política y empresarial puede establecerse mediante otros nexos (e.g. vinculaciones familiares o de amistad) que no han sido capturados en el presente trabajo. Además, durante el periodo de estudio no existe publicidad de datos individualizados de la remuneración de los consejeros y, en consecuencia, no se dispone de información de la remuneración del consejero políticamente conectado de forma individual. Esta limitación ha impedido analizar la influencia de las conexiones políticas en la retribución del consejero políticamente conectado de modo directo.

Este trabajo abre futuras líneas de investigación en el estudio de la remuneración del consejo de administración políticamente conectado en un entorno caracterizado por una estructura de propiedad concentrada. En esta línea, podría analizarse la incidencia del exceso de remuneración del consejo de administración en presencia de conexiones políticas ante la existencia de propietarios dominantes de diferente naturaleza (e.g. familias, entidades bancarias). Además, sería de interés examinar cómo los consejeros políticos inciden en la determinación de la estructura de la remuneración que perciben los miembros del mencionado órgano de gobierno. Finalmente, la Circular 4/2013, de 12 de junio, de la CNMV, establece el formato estandarizado el Informe Anual de Remuneraciones (IAR) que permite obtener información individualizada de los miembros del consejo de administración de las empresas cotizadas españolas a partir

del ejercicio 2013, así en un futuro, sería posible analizar la remuneración del consejero político del mismo modo que se ha analizado la remuneración de consejeros independientes o externos.

Referencias

Andreas, J.M., Rapp, M.S. y Wolff, M., 2012. Determinants of director compensation in two-tier systems: evidence from German panel data. *Review of Managerial Science* 6(1), 33-79.

Arellano, M. y Bond, S., 1991. Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *Review of Economics Studies* 58, 277-297.

Arellano, M. y Bover, O., 1995. Another look at the instrumental variable estimation of error-components models. *Journal of Econometrics* 68, 29-51.

Barak, R., Cohen, S. y Lauterbach, B., 2011. The effect of CEO pay on firm valuation in closely held firms. *International Corporate Governance, Advances in Financial Economics* 14, 19-42.

Barontini, R. y Bozzi, S., 2008. Executive compensation and ownership structure: empirical evidence for Italian listed companies. *Working paper*.

Bebchuk, L. y Fried, J., 2004. Executive Compensation as an Agency Problem. *Journal of Economics Perspectives* 17, 371-392.

Bebchuk, L., Fried, J. y Walker, D., 2002. Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation. *National Bureau of Economics Research*, WP: 9068.

Bebchuk, L., Kraakman, R. y Triantis, G., 2000. Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The Creation and Agency Cost of Separating Control from Cash Flow Rights in Concentrate Corporate Ownership. *R. Morck (Ed.) Chicago: University of Chicago Press*.

Bebchuk, L., Reinier, K. y Triantis, G., 1998. Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The Creation and Agency Costs of Separation Control From Cash Flow Rights. *Working Paper*.

Bertrand, M. y Schoar, A., 2006. The role of family in family firms. *Journal of Economic Perspectives* 20, 73-96.

Blundell, R. y Bond, S., 1998. Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics* 87, 115-143.

Boubakri, N., Guedhami, O., Mishra, D. y Saffar, W., 2012. Political connections and the cost of equity capital. *Journal of Corporate Finance* 18, 541- 559.

Brick, I., Palmon, O. y Wald, J., 2006. CEO compensation, director compensation, and firm performance: Evidence of cronyism? *Journal of Corporate Finance* 12, 403-423.

Bryan S. y Klein, A., 2004. Non-management director options, board characteristics, and future firm investments and performance. *Working paper*.

- Bryan, S., Hwang, L. y Lilien, S., 2000, Compensation of outside directors: an empirical analysis of economic determinants, *Working paper*.
- Burkart, M., Panunzi, F. y Shleifer, A., 2003. Family firms. *Journal of Finance* 58, 2167-2201.
- Chaney, P.K., Faccio, M. y Parsley, D., 2011. The quality of accounting information in politically connected firms. *Journal of Accounting and Economics* 51, 58-76.
- Chen, C., Li, Z., Zu, X. y Sun, Z., 2011. Rent-seeking incentives, corporate political connections, and the control structure of private firms: Chinese evidence. *Journal of Corporate Finance* 17, 229-243.
- Cheng, S., 2008. Board size and the variability of corporate performance. *Journal of Financial Economics* 87, 157-176.
- Chhaochharia, V. y Grinstein, Y., 2009. CEO Compensation and Board Structure. *The Journal of Finance* LXIV(1), 231-260.
- Chung, H., Judge, W. y Li, Y-H., 2015. Voluntary disclosure, excess executive compensation, and firm value. *Journal of Corporate Finance* 32, 64-90.
- Claessens, S., Djankov, S. y Lang, L., 2000. The separation of ownership and control in East Asian corporations. *Journal of Financial Economics* 58, 81-112.
- Claessens, S., Feijen, E. y Laeven L., 2008. Political connections and preferential access to finance: the role of campaign contributions. *Journal of Financial Economics* 88,554-580.
- Colpan, A.M. y Yoshikawa, T., 2012. Performance Sensitivity of Executive Pay: The Role of Foreign Investors and Affiliated Director in Japan. *Corporate Governance: An International Review* 20(6), 547-561.
- Core, J., Holthausen, R. y Larcker, D., 1999. Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics* 51, 371-406
- Core, J. y Larcker D., 2002. Performance Consequences of Mandatory Increases in Executive Stock Ownership. *Journal of Financial Economics* 64(3), 317-340.
- Core, J., Wayne, G. y Larcker, D., 2008. The power of the pen and executive compensation. *Journal of Financial Economics* 88, 1-25
- Cuervo, A., 1991. Los grupos empresariales bancarios. *Papeles de Economía Española* 49, 237-245.
- Cuervo, A., 2002. Corporate governance mechanisms: a plea for less code of good governance and more market control. *Corporate Governance: An International Review* 10, 84-93.
- Cyert, R.M., Kang, S-H., Kumar, P. y Shan, A., 1997. Corporate governance and the level of CEO compensation. *Working Paper*.
- De Andrés, P., Azofra, V., y López, F.J., 2005. Corporate boards in OECD countries: Size, composition, functioning and effectiveness. *Corporate Governance: An International Review* 13(2), 197-210.
- Djankov, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. y Shleifer, A., 2008. The Law and Economics of Self-Dealing. *Journal of Financial Economics* 88, 430-65.

- Doucouliafos, H., Haman, J. y Askary, S., 2007. Directors' remuneration and performance in Australian banking. *Corporate Governance: An international Review* 15 (6), 1363-1383.
- Duchin, R. y Sosyura, D., 2012. The politics of government investment. *Journal of Financial Economics* 106, 24-48.
- Elston JA, Goldberg LG (2003) Executive compensation and agency costs in Germany. *Journal of Banking & Finance* 27, 1391–1410.
- Ertimur, Y., Ferri, F. y Muslu, V., 2011. Shareholder Activism and CEO Pay. *The Review of Financial Studies* 24(2), 535-592.
- Ertugrul, M. y Hegde, S., 2008. Board compensation practices and agency cost of debt. *Journal of Corporate Finance* 14, 512–531.
- Faccio, M., 2006. Politically-connected firms. *American Economic Review* 96, 369-386.
- Faccio, M., 2010. Differences between politically connected and no connected firms: a cross-country analysis. *Financial Management* 39, 905-927.
- Faccio, M., Masulis, R.W. y McConnell, J.J., 2006. Political connections and corporate bailouts. *Journal of Finance* 61, 2597-2635.
- Faccio, M. y Lang, L., 2002. The ultimate ownership of Western European corporations. *Journal of Financial Economics* 65, 365-395.
- Faccio, M., Lang, L. y Young, L., 2001. Dividends and Expropriation, *American Economic Review* 91, 54-78.
- Faccio, M., Lang, L. y Young, L., 2007. Debt and expropriation. Purdue CIBER, *Working paper*.
- Faccio, M. y Parsley, D.C., 2009. Sudden deaths: taking stock of geographic ties. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 44, 683-718.
- Farrell, K., Friesen G. y Hersch P., 2008, How do firms adjust director compensation? *Journal of Corporate Finance* 14, 153–162.
- Firth, M., Fung P.M.Y. y Rui, O.M., 2007. How ownership and corporate governance influence chief executive pay in China's listed firms. *Journal of Business Research* 60, 776-785.
- Fisman, R., 2001. Estimating the value of political connections. *American Economic Review* 91, 1095-1102.
- Foro Económico Mundial, 2014. The Global Competitiveness Report 2013-2014. http://www3.weforum.org/docs/WEF_GlobalCompetitivenessReport_2013-14.pdf. Fecha de última consulta, 20 de septiembre de 2015.
- Frinkelstein, S. y Hambrick, D., 1989. Chief executive compensation: a study of the intersection of markets and political processes. *Strategic Management Journal* 10, 121-134.
- Gaver, J. y Gaver, K., 1993. Additional Evidence on the Association between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing. Dividend, and Compensation Policies. *Journal of Accounting and Economics* 16, 125-160.
- Gaver, J. y Gaver, K., 1995. Compensation policy and the investment opportunity set. *Financial Management* 24, 19–32.

- Goldman, E., Rocholl, J. y So, J., 2009. Do politically connected boards affect firm value? *The Review of Financial Studies* 22, 2331-2360.
- Gómez-Mejía, L.R. y Wiseman, R.M., 1997. Reframing Executive Compensation: An Assessment and Outlook. *Journal of Management* 23, 291-374.
- Guerra Pérez, S., Bona Sánchez, C. and Santana Martín, D.J. 2015. Politically connected firms in Spain. *Business Research Quarterly* 18(4), 230-245
- Hadi, A., 1994. A modification of a method for the detection of outliers in multivariate samples. *Journal of the Royal Statistical Society* 56, 393-396.
- Harley, R. y Wiggins R.A., 2004. Who is in whose pocket? Director compensation, board independence, and barriers to effective monitoring. *Journal of Financial Economics* 73, 497-524.
- Hartzell, J. y Starks, L.T., 2003. Institutional investors and executive compensation. *Journal of Finance* 58, 2351-2374.
- Hermalin, B.E. y Weisbach, M.S., 1988. The determinants of board composition. *The RAND Journal of Economics* 19, 589-606.
- Hermalin, B.E. y Weisbach, M.S., 1998. Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO. *American Economic Review* 88, 96–118.
- Jensen, M.C., 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review* 76, 323-329.
- Jensen, M.C. y Meckling, W.H., 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.
- Jensen, M.C., Murphy, K.J., 1990. Performance pay and top-management incentives. *Journal of political economy* 98(2), 225-264.
- John, K. y Qian, Y., 2003. Incentive features in CEO compensation in the banking industry. *Economic Policy Review* 9, 109-121.
- Johnson, S., La Porta, R., López de Silanes, F. y Shleifer, A., 2000. Tunneling. *The American Economic Review* 90(2), 22-27
- Katz, R., 1982. Project Communication and Performance: An Investigation into the Effects of Group Longevity. *Administrative Science Quarterly* 27, 81–104.
- Larcker, D., E. So, y C. Wang, 2013, Boardroom centrality and firm performance. *Journal of Accounting and Economics* 55, 225–250.
- Linn, S., y Park, D., 2005. Outside director compensation policy and the investment opportunity set. *Journal of Corporate Finance* 11, 680–715.
- López-Iturriaga, F, Gacía-Meca, E. y Tejerina-Gaite, F., 2015. Institutional directors and board compensation Spanish evidence. *Business Research Quarterly* 18(3), 161-173.
- Matolcsy, Z., y Wright, A., 2011. CEO compensation structure and firm performance. *Accounting and Finance* 51, 745–763.
- Morck, R. y Yeung, B., 2004. Family control and the rent-seeking society. *Entrepreneurship Theory and Practice* 28, 391-409.
- Morck, R., Wolfenzon, D. y Yeung, B., 2004. Corporate governance economic entrenchment and growth. *National Bureau of Economics Research*, WP: 10692.

- Murphy, K.J. 1985. Corporate Performance and Managerial Remuneration: An Empirical Analysis, *Journal of Accounting and Economics* 7, 1-32.
- Ozkan, N., 2007. Do corporate governance mechanisms influence CEO compensation? An empirical investigation of UK companies. *Journal of Multinational Financial Management* 17, 349–364.
- Qian, M., Pan H. y Yeung, B., 2011. Expropriation of minority shareholders in politically connected firms. SSRN, WP: 1719335.
- Renders, A. y Gaeremynck, A., 2012. Corporate Governance, Principal-Principal Agency Conflicts, and Firm Value in European Listed Companies. *Corporate Governance: An International Review* 20(2), 125-143.
- Ruiz, M.V. y Santana, D.J., 2011. Dominant institutional owners and firm value. *Journal of Banking & Finance* 35, 118-129.
- Ryan, H.E y Wiggins, R.A., 2004. Who is in whose pocket? Director compensation, board independence, and barriers to effective monitoring. *Journal of Financial Economics* 73, 497-524.
- Sánchez Marín, G., Baixauli Soler, J.S. y Lucas Pérez, M.E., 2011. Ownership structure and board effectiveness as determinants of TMT compensation in Spanish listed firms. *Journal of Business Economics and Management* 12(1), 92-109.
- Santana Martín, D.J. y Aguiar-Díaz, I., 2006. El último propietario de las empresas cotizadas españolas. *Cuadernos de Economía y de Dirección de la Empresas* 26, 47-72.
- Sapp, S.G., 2008. The impact of Corporate Governance on Executive Compensation. *European Financial Management* 14(4), 710-746.
- Shan, Y.G., 2013. Can internal governance mechanisms prevent asset appropriation? Examination of type I tunneling in China. *Corporate Governance: An International Review* 21 (3), 225-241.
- Shleifer, A. y Vishny, R., 1997. A survey of corporate governance. *Journal of Finance* 52, 737-784.
- Smith, C.W. y Watts, R.L., 1992. The investment opportunity set and corporate financing, dividend and financing policies. *Journal of Financial Economics* 32, 262-292.
- Steinherr, A. y Huveneers, C.H., 1994. On the performance of differently regulated financial institutions: some empirical evidence. *Journal of Banking & Finance* 18, 271-306.
- Studenmund, A.H., 1997. Using Econometrics: A Practical Approach. Addison-Wesley, Reading, MA.
- Urzúa, F., 2009. Too few dividends? Groups' tunneling through chair and board compensation. *Journal of Corporate Finance* 15, 245-256.
- Vafeas, N., 2003. Length of board tenure and outside director independence. *Journal of Business Finance & Accounting* 30, 1043-1064.
- Vance, S., 1983. Corporate Leadership: Boards, Directors, and Strategy (McGraw Hill, New York).
- Villalonga, B. y Amit, R., 2006. How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics* 80, 385-417.

Yermack, D., 2004. Remuneration, retention, and reputation incentives for outside directors. *The Journal of Finance* 59, 2281–2308.

Young, M.N., Peng, M.W., Ahlstrom, D., Bruton, G.D., Jian, Y., 2008. Corporate governance in emerging economies: a review of the principal-principal perspective. *Journal of Management Studies* 45, 196- 220.

ANEXO.

Cuadro A.1. Definición de variables

Nombre de la variable	Definición
<i>Remuneración del consejo</i>	
<i>TOTAL_REMU</i>	Remuneración total del consejo medida como la relación entre la compensación global del consejo y el número de consejeros.
<i>EXCESO_REMU</i>	Exceso de remuneración del consejo definido como la diferencia entre la remuneración total real y la estimada sin considerar variables de riesgo.
<i>EXCESO_REMU_RIESGO</i>	Exceso de remuneración del consejo definido como la diferencia entre la remuneración total real y la estimada considerando variables de riesgo.
<i>Conexiones políticas</i>	
<i>POLITICOS</i>	Variable dicotómica que toma el valor 1 cuando en el consejo de administración al menos un consejero ha ocupado un cargo político a nivel local, autonómico, estatal o europeo, en caso contrario, toma el valor cero.
<i>POLITICOS_ALTO</i>	Variable dicotómica que toma el valor 1 cuando en el consejo de administración al menos un consejero ha ocupado un cargo político a nivel estatal o europeo, en caso contrario toma el valor cero.
<i>PORCT_POLITICOS</i>	Porcentaje de consejeros que han ocupado un cargo político a nivel local, autonómico, estatal o europeo sobre el total de miembros del consejo de administración.
<i>Gobierno de la empresa</i>	
<i>DIVERG</i>	Diferencia entre los derechos de voto y <i>cash flow</i> en manos del propietario dominante.
<i>VOTO</i>	Porcentaje de derechos de voto en manos del propietario dominante.
<i>PRESI_DUAL</i>	Variable dicotómica que toma el valor 1 cuando el presidente del consejo de administración tiene un carácter ejecutivo y cero en caso contrario.

<i>RENT_ACCIÓN</i>	Rentabilidad anual del precio de la acción.
<i>ROA</i>	Rentabilidad de la empresa definida como la relación entre el resultado antes de intereses e impuestos y los activos totales de la empresa.
<i>DEUDA</i>	Nivel de endeudamiento medido mediante la ratio de la deuda total entre los activos totales de la empresa.
<i>MTB</i>	Ratio precio-valor contable definida como la relación entre el precio de mercado de los recursos propios y su valor contable.
<i>TAMAÑO</i>	Logaritmo de los activos totales de la empresa.
<i>ANTIGÜEDAD_CONSEJO</i>	Edad media de los miembros del consejo de administración.
<i>RIESGO_ROA</i>	Riesgo económico de la empresa definido como la desviación típica de las primeras diferencias en la rentabilidad económica de la empresa (ROA) de los 5 años precedentes.
<i>RIESGO_ACCIÓN</i>	Riesgo de la acción medido a través de la desviación típica de las primeras diferencias en el precio de las acciones de los 5 años precedentes.

Tabla A.1. Remuneración Total del Consejo de Administración según determinante económicos

	<i>TOTAL_REMU_RIESGO</i>	<i>TOTAL_REMU</i>
<i>ROA</i>	0.75 [*] (1.73)	0.69 ^{**} (1.73)
<i>DEUDA</i>	-0.07 (-0.30)	-0.09 (-0.40)

<i>TAMAÑO</i>	0.41 ^{***}	0.39 ^{***}
	(13.18)	(11.48)
<i>MTB</i>	0.002 ^{**}	0.002 ^{**}
	(2.05)	(2.03)
<i>RENT_ACCIÓN</i>	-0.05	-0.03
	(-0.81)	(-0.55)
<i>ANTIGÜEDAD_CONSEJO</i>	0.02 [*]	0.023 ^{**}
	(1.79)	(2.03)
<i>RIESGO_ROA</i>	0.30	
	(0.51)	
<i>RIESGO_ACCIÓN</i>	0.06 ^{**}	
	(2.39)	
Efecto sector	<i>Si</i>	<i>Si</i>
Efecto año	<i>Si</i>	<i>Si</i>
Constante	-1.05 ^{**}	-0.94 ^{**}
	(-2.50)	(-2.13)
<hr/>		
F	21.81 ^{***}	23.19 ^{***}

***, **, * Estadísticamente significativo al 1%, 5% y 10%, respectivamente. Entre paréntesis, estadístico-t basado en errores estándar robustos