

**LOS SISTEMAS DE REMUNERACIÓN DE DIRECTIVOS DESDE LA PERSPECTIVA DE
LAS FINANZAS CONDUCTUALES**

Dr. Pedro-César Martínez Morán

Cargo: Director del Master Universitario de Recursos Humanos de ICADE BUSINESS SCHOOL. Universidad Pontificia Comillas

Dr. José Luis Crespo Espert

Cargo: Vicedecano primero de la Facultad de de Ciencias Económicas, Empresariales y Turismo de la Universidad de Alcalá

Area Temática: c) Dirección y Organización

LOS SISTEMAS DE REMUNERACIÓN DE DIRECTIVOS DESDE LA PERSPECTIVA DE LAS FINANZAS CONDUCTUALES

Resumen

Los sistemas de remuneración para directivos presentan ineficiencias debido a la asimetría de la información y a la dificultad de regular por contrato los deseos de las partes.

Propiedad y directivos buscarían el máximo beneficio para ambos. Si lo hacen sin colaborar, los resultados de la empresa se verán afectados. La relación de agencia existente les hace partir desde concepciones del riesgo y horizontes temporales diferentes.

Las finanzas conductuales podrían explicar los factores limitantes de los sistemas de remuneración para directivos debido al efecto de los factores cognitivos y comportamentales presentes en la relación entre propiedad y directivos.

1 Introducción

Este trabajo analiza los sistemas de remuneración de los directivos desde la perspectiva de las finanzas conductuales. Disciplina que a raíz de la concesión del Premio Nobel a Daniel Kahneman, Robert Shiller y Richard Thaler ha tomado un renovado vigor en el análisis de los hechos en Economía y Finanzas.

En primer lugar, se hace una revisión de las teorías y modelos que han explorado la relación entre propiedad y directivos.

En el epígrafe segundo, se analiza la gestión del riesgo que asume cada parte y se relaciona con la medición que se hace del desempeño del directivo y con la interpretación de los resultados alcanzados. Además, se comparan los diseños de sistemas retributivos, tanto de investigaciones empíricas como de empresas españolas.

En tercer término, se detallan desde la perspectiva de las finanzas conductuales, los factores limitantes que afectan al diseño de los sistemas de compensación para directivos.

Finalmente, se enuncian futuras líneas de investigación, con el ánimo de aminorar las variables restrictivas de la relación entre propiedad y directivos.

2 Los sistemas de remuneración para directivos. Revisión de teorías y modelos

En este apartado se enumeran los factores sociales, económicos y normativos que afectan al diseño de los sistemas retributivos para directivos. A continuación, se efectúa una revisión de las teorías y modelos que han explicado la relación entre propiedad y directivos.

Pocos temas suscitan un grado tan elevado de opiniones encontradas como los salarios. Se pueden distinguir dos direcciones no contrapuestas: de un lado, el desagrado con la propia retribución y de otro, la insatisfacción que producen los emolumentos ajenos.

Otra percepción que genera disconformidad se centra en los múltiples o diferenciales entre categorías laborales. Suiza marcó un hito en el año 2013 debido a que sendos referéndums limitaron y posteriormente revocaron una hipotética contención de los salarios de los directivos para que no superasen una relación de 1 a 12.

Las alzas salariales presentan una fuerte contestación por parte de la sociedad. Se critica el aumento de los emolumentos de las cúpulas directivas, especialmente después de dos supuestos: tras unos resultados negativos en las empresas que

dirigen o en situaciones cercanas a la quiebra de las mismas (Rosanas, 2013). Existe otro aspecto ligado a los salarios que está sujeto a una fuerte controversia y son las indemnizaciones laborales. Una creciente parte de la sociedad considera desmesuradas las cantidades percibidas por directivos a los que la empresa decide rescindir el contrato o con los que llega a un acuerdo de finalización de la relación laboral.

El género diferente no debería aplicarse a los emolumentos laborales. Ese objetivo ha llevado a Islandia a prohibir desde el 1 de enero de 2018 a que a igual trabajo, los salarios sean distintos solo por el sexo de la persona que los realice.

En España, dos sentencias en Febrero de 2018 corroboran las modificaciones que se están produciendo en el ámbito legal. El 18 de febrero se declaran nulos, por considerarse una modificación sustancial de las condiciones de trabajo, aquellos acuerdos alcanzados entre empresa y directivos para convertir parte de la retribución fija en retribución variable. Por otro lado, una sentencia del Tribunal Supremo español del 26 de febrero ha fijado la remuneración de consejeros delegados y ejecutivos y la limitación de su importe, a lo que determinen los estatutos sociales de la firma y la junta de socios.

La teoría económica ha aportado su visión a la forma en cómo se desarrollan las relaciones entre propiedad y directivos en aras a dilucidar cual es el marco de interacción entre ambas partes.

La gestión empresarial es calificada por Fama (1980) como una actividad caracterizada como un proceso de toma de decisiones, bien sean con carácter interno, bien externo. La propiedad delega la ejecución en el primer nivel directivo al que controla y en el microcosmos de cada firma, cada uno buscaría su interés propio.

El modelo de gestión empresarial imperante se mueve en unas condiciones por las que los directivos reciben premios por los buenos resultados y castigos por la falta de consecución de los mismos. Este es un esquema que para Thaler (2015) conduce a que, incluso en aquellos directivos que comiencen su gestión neutrales al riesgo, reorienten su actuación y tomen decisiones bajo una lógica de aversión al riesgo, por las consecuencias negativas que tiene no alcanzar los beneficios previstos.

Durante todo el siglo XX se ha gestado una corriente analítica, que, de una u otra manera, ha ligado la toma de decisiones a aspectos basados con el análisis racional de la situación, tanto a partir de la información existente como de los factores y de las variables que formaban parte del propio proceso decisor. Barber y Odean (2011) precisan que el mayor volumen de investigación de la economía moderna ha girado en torno a tildar a los seres humanos como agentes

económicos racionales que pretenden obtener el máximo beneficio, minimizando el riesgo.

De esta manera, Von Neuman y Mongerstern llegan a definir la teoría de la utilidad esperada gracias a la cual se mide la utilidad en términos de satisfacción, al incluir las preferencias con una base subjetiva, y no sólo la ganancia como única búsqueda.

La reticencia hacia el argumento del interés propio es seguida por Rabin y Thaler (2001). Ponen en duda la idoneidad de la doctrina porque no explica la mayoría de situaciones de riesgo.

Aceptar una posición directiva sólo por el alto salario explicaría parte de las motivaciones del empleado, pero dejaría de lado otros intereses. Presionar para conseguir excelentes resultados al final de año, gracias a los que se recibiría un cuantioso bonus, puede dejar sobreabastecido el mercado durante parte del siguiente año, y de esta manera, provocar que las ventas apenas crezcan.

Fama propone con su teoría de los mercados eficientes que un número elevado de actores racionales buscan el máximo beneficio, que compiten de modo activo y que tratan de predecir lo que valdrán en el futuro los valores del mercado. En un mercado eficiente los precios asumen tanto el valor actual del bien como las expectativas que sobre el valor se tienen. En cualquier momento y gracias a la eficiencia de los mercados, el precio real de un valor refleja certeramente su valor intrínseco. Sin embargo, el propio Fama manifiesta que en un mundo incierto, el valor intrínseco de la seguridad no va a poder ser fijado de un modo exacto. Las noticias, la información no resultan para Shiller (2011) predecibles.

Si el salario reflejase el valor actual y el potencial futuro de la persona que ocupa el puesto de trabajo, el mercado laboral se ajustaría automáticamente. No obstante, el mercado no se mueve solo por ese razonamiento, ni las personas analizan únicamente el salario a la hora de elegir una organización.

La teoría de los mercados eficientes conecta valor y precio, pero, para poder explicar el mercado laboral de los directivos, deberían añadirse los costes en los que incurren ambas partes para ejercer su derecho de negociación, así como los aspectos culturales de la organización, los rasgos de personalidad de los agentes implicados o del estado de la compañía.

En el mercado laboral de los directivos, los costes de información se traducen en aquellos en que se incurren para conocer por parte de la empresa, entre otros, los siguientes factores: las características de las personas a incorporar, el discernimiento del comportamiento que tiene el directivo, la evaluación de su desempeño y el grado de cumplimiento a los objetivos fijados. Por parte de los directivos, éstos se afanan en vislumbrar el estado de la firma, el motivo de la

búsqueda, las expectativas que se tienen. Cabe mencionar también la “pérdida residual” (Prieto, 1999) o perjuicio provocado para la empresa cuando la actuación del directivo no se adecúa a las premisas determinadas. Y conviene señalar, que la información, en este tipo de procesos no es accesible.

Grossman y Stiglitz (1980) en su revisión de la teoría de los mercados eficientes advierten que en términos generales, el mercado tiene lugar debido a que sus participantes difieren en creencias, pensamientos o sentimientos, enfatizando y subrayando el coste de la información. Para ellos, dicho coste es una condición necesaria, no solo suficiente, para que los precios reflejen totalmente la información disponible.

La teoría de agencia sirve para explicar muchas interacciones que a nivel social se dan entre partes, asumiendo que existe una posible relación de poder entre ambas y que hay un proceso de toma de decisiones. Las relaciones entre propiedad y directivo se encontrarían en este ámbito. Para Ross (1973), los problemas de agencia suponen un desafío interesante si se consideran desde la implicación que supone elegir bajo un entorno de incertidumbre. Además, la posesión de información emerge como otro factor a considerar. En la teoría de agencia, los dos roles tienen diferente grado de información. Y menciona, para este caso concreto, que el directivo adopta un rol como agente al servicio de los accionistas.

El encuentro de intereses mutuamente exitosos para ambas partes minimizará, según Aguilar (2012), los problemas de agencia que, precisamente, se derivarían de la disimetría de información entre ambas posiciones. Si existiera esa falta de asimetría, se incurrirían en costes de agencia para ambas partes por lo que sería necesario buscar aquellas variables que armonicen un objetivo común entre las partes o escenarios que faciliten asumir riesgos sin ser castigados severamente (Thaler, 2015), en el caso de resultados fallidos.

La interacción de elementos de la teoría de agencia y de otras teorías hacen que Jensen y Meckling (1976) se esfuercen en alcanzar una visión más integradora. La literatura existente, desde la separación entre propiedad y control, se centra en definir una estructura contractual que el principal fijaría para que el agente accediera a incentivos que le permitieran hacer elecciones que maximicen su bienestar y que actúen de contrapeso a la incertidumbre y a los efectos de los sistemas de control imperfectos. Los autores asumen que los individuos superan los problemas normativos y se centran en los elementos que propician la obtención del equilibrio contractual entre las partes.

La relación contractual que vincula a los firmantes del acuerdo puede considerarse como un intercambio parcial de regalos. Akerlof (1982) fija su foco de atención en la naturaleza subyacente de ese intercambio propio de los acuerdos laborales pero presente en otras interacciones sociales. En términos de mercado, un comprador está dispuesto a hacerse con bienes o servicios al precio mínimo al

que se puede obtener cualquiera de ellos. No obstante, y en lo relativo al mercado laboral, debido a los términos de intercambio presentes en las normas que vinculan ambos roles, pagarían una cantidad mayor que el mínimo posible. En el caso de los vendedores, funcionaría de igual manera: en el mercado, el vendedor lo haría al precio máximo posible, mientras que en el caso del mercado laboral y a consecuencia de la influencia de los términos de intercambio, aceptarían un poco menos de dinero.

Las evidencias del modelo y la hipótesis de Akerlof y Yellen sobre la “fair wage-effort”, que muestran que los trabajadores reducen su esfuerzo en la misma proporción en la que valoran la distancia entre su salario real y el salario justo, que merecerían recibir, son estudiadas por Fehr *et al.* (1993). La conclusión sigue la línea manifestada años atrás por Akerlof por la cual, las personas que contratan a otros en sus empresas están dispuestos a ofrecer precios, taxativamente por debajo del nivel de mercado mientras que los ofertantes de trabajo responderían con altos niveles de calidad. Los investigadores, si bien encontraron resultados que demuestran la validez de la hipótesis concluyen que su diseño experimental no incluye rasgos que sí se encuentran en el mundo real de las relaciones laborales.

El contrato establecería lo que el empleador está dispuesto a pagar y lo que el empleado se ofrecería a dar. Sin embargo, existen ineficiencias provocadas por las diferencias de criterio, opinión o fijación de objetivos. Los documentos definitorios de las particularidades que relacionan el acuerdo entre partes, los contratos, son incompletos (Hart y Moore, 1999). No se pueden concretar los cambiantes modos de la naturaleza, especialmente, si estos se refieren a los estados de ánimo de los firmantes que se mueven en un contexto de racionalidad limitada. A pesar de esta limitación, los contratos proveen de puntos de referencia (Hart y Moore, 2008). La relación laboral con su determinación de salarios y funciones puede servir de pauta, aún a pesar de que tiene dificultades en cumplir otras circunstancias contractuales.

Desde ambas partes, se tratarán de enviar, se buscarán evitar o se esforzarán por captar aquellas señales que informen de las pretensiones o aspiraciones o de las decisiones a tomar por la contraparte, dada la asimetría de la información existente (Connelly *et al.* 2011). La información, en el caso empresarial, puede ser tanto accesible como privada, siendo esta última la más difícil en captar y la que generará más problemas.

En resumen, la relación entre propiedad y dirección muestra un marco de interacción sujeta a influencias legales que a su vez reflejan la presión social y de los grupos políticos, sindicales y económicos. El paradigma de las teorías y modelos que explican la relación entre propiedad y directivos se define como una relación de agencia donde las partes buscan el máximo interés. Su relación es asimétrica: no manejan la misma información, cuentan con expectativas

desiguales, tienen orientación al riesgo diferente y un horizonte temporal diverso. La regulación contractual trata de evitar esa desafección pero los contratos son incompletos porque no permiten recoger los aspectos más intangibles. Cada parte se esfuerza por captar las señales que le lleguen del otro para alcanzar un acuerdo mutuamente provechoso.

El modelo de gestión empresarial preconiza el premio por el buen resultado y el castigo por no llegar a determinados objetivos. En el siguiente epígrafe se va a abordar como es la predisposición y asunción de riesgos por cada parte implicada y si se correlaciona con un premio mayor. Además, se abordará la dificultad de validar los rendimientos óptimos a través de un sistema compensatorio congruente y justo. Y por último, se contrastarán los resultados de diversas investigaciones sobre el diseño de los sistemas de remuneración para directivos y las fórmulas utilizadas por empresas españolas.

3 Riesgo, desempeño y valoración de los resultados alcanzados

Este epígrafe establece el marco de relación entre riesgo, desempeño y resultados obtenidos como variables desde las que fijar hipótesis en el diseño de los sistemas retributivos directivos. Posteriormente, se contrastan las conclusiones alcanzadas con los estudios empíricos y los datos de los modelos retributivos existentes en empresas españolas.

Propiedad y directivos se relacionan a partir de la gestión de unos activos que son generadores de ingresos. Sin embargo, el directivo al no poseer dichos activos no los puede perder y podría decidir de manera más arriesgada por cuanto sólo tiene la ganancia como horizonte (Rosanas, 2013). No obstante, el hecho de no tener posesión no le exime de responsabilidad y de cumplir con las normas vigentes.

Los sistemas retributivos se diseñan desde la seguridad que proporciona la parte fija y desde la asunción de riesgo que suscita la parte variable. Razones que evidencian la complejidad de los diseños de dichos sistemas, máxime si se habla de las personas que ocupan los cargos de consejeros y directivos en las organizaciones. La búsqueda de “justice” en vez de “fairnes” y “goal congruence” (Cugueró-Escofet y Rosanas, 2012) trata de delimitar elementos básicos que faciliten un planteamiento eficaz y eviten contradicciones, ineficiencias e inequidades.

La relación entre el resultado y el riesgo es lo que lleva a Samuelson y Nordhaus (2006) a manifestar que las personas son propensas a querer un resultado mayor pero no desean correr riesgos puesto que son adversas al mismo. El concepto de riesgo se define en términos negativos a partir de la probabilidad de sufrir pérdidas o por el hecho de que determinados factores o acciones llevan aparejados peligros o daños inciertos (Andreassen, 1993). Los gestores deben de extremar la cautela,

incluso en aquellas circunstancias en las que aparentemente no existe riesgo alguno y los resultados de la empresa muestran una tendencia positiva creciente.

Las empresas familiares son destacadas por Ricart y Corrales (2000) como un lugar particular donde la diversificación del riesgo ofrece menos oportunidades. La singularidad está aderezada con la restricción al uso de paquetes compensatorios basados en acciones y stock options. Estas empresas manifiestan un mayor sesgo de conservadurismo que el resto y esta inercia es incompatible con la asunción de grandes riesgos, si bien, la figura de un director general ajeno a la familia propietaria puede suavizar ese enfoque.

La traducción de la buena gestión empresarial por parte de ceos y ejecutivos a aspectos medibles y sobre todo evaluables ha sido otra de las preocupaciones de los modernos sistemas de gestión. Akerlof (1982) afirma que, de acuerdo a la teoría financiera clásica, en el caso de que una persona se incorpora a una empresa, hay un acuerdo tácito por el cual se entiende que se deben de cumplir ciertos estándares de rendimiento mínimos. Experimentos sociales (Mayo, Maslow, Festinger) han mostrado que hay más variables que permiten analizar el motivo del rendimiento de las personas, especialmente, del alto rendimiento y que no están intrínsecamente ligados a la obtención de premios económicos.

La medición de un trabajo complejo se antoja difícil. Rosanas (2013) contempla que no parece fácil obtener un índice, ni sencillo ni compuesto. Ante una disyuntiva, la decisión a tomar por el directivo si va asociada a una parte de su remuneración variable, puede que, actuando por su propio interés, no tenga reparos en escoger una alternativa que resulte peor para su empresa. Además la variación positiva en un resultado no tiene por qué conducir invariablemente a un negocio más próspero y a ser un buen indicador de desempeño para pagar incentivos. Baker (2000) lo pone en duda. El investigador cuestiona que altos niveles de satisfacción de los clientes puedan ser sinónimo de una organización bien administrada. Expone que, puede resultar arriesgado desarrollar programas de incentivos que premien solo la alta satisfacción de los clientes, debido a que existen pormenorizadas técnicas que elevan dicha satisfacción, sin que revierta en un negocio más próspero en el futuro.

La dificultad estriba en ver de qué manera se puede valorar el impacto en el negocio de factores ligados a la inversión en investigación o desarrollo o en la mejora del clima de trabajo. Una tendencia de los sistemas de desempeño se dirige a que la valoración no solo se haga por parte del siguiente escalón jerárquico sino que también opinen los del mismo nivel y el equipo de trabajo a su cargo. El análisis es circular.

El diseño de paquetes salariales puede volverse contraproducente y animar a tomar excesivos riesgos y conducir a situaciones extremas. Un caso aplicado lo introducen Conyon *et al.* (2011). Se concreta en las bonificaciones en el sector

bancario de mitad de la primera década del siglo XXI que levantaron una ola de indignación a nivel global. Generaron la sospecha de que los incentivos diseñados alimentaron una toma de riesgos excesiva que condujo a las fuertes convulsiones que afectaron a los mercados financieros internacionales.

El quid de la cuestión, según Maella (2010), está en cuánto y cómo se paga. Pero resulta imprescindible abordar igualmente el qué se paga, porque la naturaleza de la causa puede ayudar a desentrañar también el por qué, especialmente cuando los salarios de los colectivos mencionados son tan altos y a pesar de las manifestaciones de que a fin de cuentas, estos emolumentos tan elevados los fija el mercado. Su alejamiento de lo que podría considerarse un funcionamiento habitual de la oferta y de la demanda sitúan al mercado laboral ante un argumento discutible (Rosana, 2013) que exacerba los ánimos, especialmente en épocas de recesiones y crisis económicas.

El factor clave de pago sería el desempeño. Proceso que trataría de detectar, retener y premiar el comportamiento excelente, a través de una compensación monetaria mayor y de un plan de carrera que le sitúe en posiciones de mayor responsabilidad en el futuro. Fama (1980) destaca la presión externa por premiar el buen rendimiento y que en caso de ausencia provocará la salida de los mejores managers.

En el caso concreto de los directivos, el desempeño puede ser objeto de manipulación. Así lo observaron Baker *et al.* (1994). En su trabajo citan varios casos de contaminación de los resultados por los gerentes de diversas empresas, que solo recibirían bonus si había un incremento de los resultados respecto al año anterior.

Con respecto al cómo se paga, las fórmulas, aunque diversas, convergen en dos grupos comunes: retribución fija y retribución variable. En el primer grupo hay una cantidad pactada que no se altera. El segundo puede incluir como instrumentos de pago, tanto el efectivo como las opciones, paquetes de acciones, aportaciones a planes de pensiones y beneficios de diferente índole. Este segundo grupo y en lo que se refiere a la parte únicamente monetaria se comporta siguiendo los designios del condicionamiento operante: se premia el resultado positivo y se castiga la falta del mismo. Si no se alcanza, no se logra. Ricart y Corrales (2000) definen los cuatro factores provenientes de la teoría de agencia que afectan a la remuneración de los directivos. Estos son el grado y nivel por el que se realiza la supervisión, la acción de programar las tareas, la capacidad para medir los resultados y la de aversión al riesgo del directivo y falta de certeza de los resultados.

El rol de la propiedad y de los directivos ha ido cambiando durante el siglo pasado. Naim (2013) describe a una propiedad que tiene a su servicio a los ejecutivos que administran la riqueza y patrimonio. Quienes lo hacen reciben premio por ello en

forma de paquetes salariales y primas adicionales elevados. Los ocupantes de esas posiciones están muy distanciados de los problemas que aquejan al resto de la población. Sin embargo, la tendencia se ha roto. Ahora los ejecutivos están menos tiempo en el cargo y su poder se ha visto limitado. Las tasas de rotación interna (forzados por los consejos de administración) y externa (tras fusiones o bancarrotas) han ido incrementándose. El autor justifica la tendencia del mercado laboral ejecutivo norteamericano en el siglo XXI y su creciente precariedad.

Las diferencias de enfoque entre espacios económicos también existen. Conyon *et al.* (2011) realizaron una comparación entre las retribuciones percibidas por máximos ejecutivos europeos y norteamericanos y encontraron que los salarios están más fuertemente ligados al desempeño en EE.UU. y que los máximos responsables de las compañías estadounidenses invierten una mayor parte de su patrimonio en opciones y acciones de la compañía que sus homólogos europeos.

En un estudio de carácter sectorial, Vivas *et al.* (2013) concluyen que, en el período analizado, la relación entre remuneración y aportación a sus empresas, no está justificada en los sectores de Servicios Financieros e Inmobiliarios, Petróleo y Energías. Se convirtieron en los sectores con mayor destrucción de valor y aquéllos en los que sus altos directivos disfrutaron de las retribuciones más elevadas. Al contrario, el sector de Bienes de Consumo, que tuvo un mejor comportamiento en creación de valor es el que menores remuneraciones ofrece. Otro factor que midieron es el comportamiento salarial frente a la rentabilidad de las empresas, y también en este caso, la correlación negativa es la conclusión: tras una pérdida cercana al 50% en la rentabilidad, los sueldos de los altos directivos lejos de verse impactados, han visto aumentar sus cuantías.

Otro estudio comparativo entre EE.UU. y Europa se centró en la cuantía de la retribución del ceo (Arrondo y Fernández, 2014). Las conclusiones constataron la preponderancia de la retribución variable para compensar la consecución de objetivos a corto plazo para el ceo europeo frente a la incentivación americana que sitúa su foco más en el largo plazo. Además, la estructura de la propiedad de la firma y el tipo de gobierno corporativo influyen en la retribución del ceo. Circunstancia esta última que plantea la alineación de buenas prácticas retributivas en relación a la situación y estado de la empresa.

En España, en el Informe Anual de Remuneraciones de los Consejeros de las sociedades cotizadas correspondiente a 2016 se señala que el salario promedio de los consejeros delegados de las empresas del Ibex disminuyó en un 13% respecto al ejercicio anterior. En el caso de los ceos que trabajan en empresas que no forman parte del indicador bursátil español, el ascenso resultó ser del 27,6% (CNMV y BE, 2017). El salario promedio de los primeros superó los dos millones de euros mientras que para los segundos se situó al borde del millón de euros.

En lo que respecta al qué, cómo y cuánto se ha pagado, en los dos últimos Informes Anuales de Remuneraciones de los Consejeros de las Sociedades Cotizadas, años 2015 y 2016, se advierten una serie de criterios al respecto de las tres condiciones planteadas. La parte fija ha ascendido del 46% al 52% mientras que la parte variable ha descendido un punto, del 38 al 37%.

Los criterios que se han tenido en cuenta a la hora de determinar los componentes de la fórmula compensatoria han sido, en ambos casos, por un lado, el nivel de responsabilidad asumido por el consejero y el tiempo que ha dedicado. A estos se han añadido otros como los resultados de la firma o la cualificación del directivo y aquéllos que apenas se han tenido en cuenta han sido el nivel de solvencia, capitalización o sostenibilidad de la entidad (CNMV y BE, 2016). Respecto a los principios generales de la política retributiva recogidos en el último informe y que suponen una continuidad a los citados en la memoria del año precedente, se centraron entre otros en atraer, retener y motivar a los mejores consejeros, generar valor a largo plazo para el accionista, premiar la obtención de objetivos o impulsar que dicha política y su aplicación cumpla con un principio de transparencia (CNMV y BE, 2017).

Como conclusión, la propiedad que posee los recursos de la empresa y ejerce actividades de control y supervisión frente a los gestores de primer nivel de la compañía, se orienta hacia diseños salariales que remuneren la consecución de resultados y en donde prime la parte variable en detrimento de la parte fija. Su horizonte es el largo plazo y la aversión al riesgo por el peligro que conlleva respecto al propio ciclo de vida de la firma. En el caso contrario, los directivos cuentan con un horizonte de corto plazo puesto que aunque en sus contratos está determinado su duración, no suele ser largo y cuenta con excepciones. Tiene más propensión al riesgo, debido a que debe conseguir resultados e incluir elementos de gestión que permitan a la organización acompasar sus ritmos a los que el mercado define, pero prefiere la seguridad de la parte fija del salario frente a la más inquietante parte variable, que le genera incertidumbre.

Las finanzas conductuales han definido un paradigma de la arquitectura de la toma de decisiones. Este proceso se da en un marco de incertidumbre, y con una aversión al riesgo propia del desconocimiento que genera el futuro y que propicia la apuesta por lo conocido en detrimento de un hipotético premio mayor que se apoya en la existencia de determinada probabilidad. Los seres humanos se ven sometidos a limitaciones cognitivas que afectan a aquellos procesos en los que intervienen. La combinación de ambos factores aporta explicaciones a la hora de interpretar la relación entre propiedad y directivos y los efectos que tiene en el diseño de los sistemas de compensación gerencial.

4 Posibles explicaciones desde las finanzas conductuales a las limitaciones de los sistemas de remuneración para directivos

En este epígrafe, a partir de los supuestos básicos de las finanzas conductuales, se describen los factores limitantes de los sistemas de remuneración para consejeros y directivos.

Las finanzas conductuales han provisto de su propio método explicativo para analizar la toma de decisiones en entornos de incertidumbre. Robert Shiller (2006) hace mención a dos revoluciones que tienen lugar en el siglo XX: de un lado, la revolución neoclásica y de otro, la revolución del comportamiento. El ser humano se coloca en el centro de la observación. Las finanzas conductuales proponen sus propias respuestas orientadas a explicar cómo es la arquitectura de las decisiones. Las principales diferencias que Shiller destaca entre ambas revoluciones se centran en que cree que el conocimiento en torno a las finanzas conductuales está más dispuesto a aprender de otras ciencias sociales, menos preocupado por la elegancia de los modelos y más propenso a mostrar evidencias del comportamiento humano real.

La racionalidad, como elemento revelador del comportamiento de los agentes económicos, es matizada. A finales de la década de los setenta del siglo XX, Daniel Kahneman y Amos Tversky explicaron los impactos psicológicos que sufren las personas cuando toman decisiones bajo entornos de incertidumbre. Su teoría de la perspectiva expresa que los seres humanos están condicionados por errores de juicio y de valoración además de sesgos cognitivos. Y, además, tienen tendencia a evitar los riesgos y a sufrir más con la pérdida, potencialmente el doble, que la satisfacción que les produce la ganancia.

Los elementos psicológicos que intervienen en la concepción del riesgo son introducidos por Maurice Allais (1953). Indica cierta parte del camino que posteriormente tomaron Kahneman y Tversky con la demostración de la preferencia del ser humano por la certeza en detrimento de la probabilidad.

Prácticamente en paralelo, Simon (1955) acuñó el concepto de racionalidad limitada con objeto de definir la fórmula por la que los individuos toman las decisiones. Analiza la función que representa valor o utilidad y plantea dos diferentes alternativas: en la primera, el resultado final producirá satisfacción o insatisfacción, dependiendo de lo que se consiga; en la segunda, el resultado final será victoria, empate o pérdida. En el primer caso, el resultado esperado será aceptable, mientras que todo lo que esté por debajo será asumido como insatisfactorio. En el plano psicológico, se fijaría la frontera en el nivel de aspiración a lograr. Desde el punto de vista de la teoría económica, la frontera se situaría en el coste de oportunidad. Muchas decisiones no son estrictamente una elección entre dos términos, tales como obtener satisfacción o insatisfacción, ganar a corto o a largo.

Se habla de racionalidad limitada (Camerer y Fehr, 2006) cuando los individuos reflejan sistemáticamente creencias sesgadas, les influyen factores externos o se

desvían de la acción que satisfaría mejor sus preferencias. Ello evidenciaría la dificultad de interpretación de propiedad y directivos respecto a los resultados alcanzados. La valoración diferente vendrá condicionada por los mecanismos psicológicos que les alejan más que por la frontera objetiva del valor alcanzado.

Por otra parte, surge la cuestión de si son capaces las personas de analizar en detalle situaciones complejas cuando las consecuencias futuras son altamente inciertas. El directivo no tiene certeza respecto al futuro. Cuenta con el histórico de comportamiento de la empresa en la que trabaja y podrá disponer de información respecto al mercado, competidores, clientes y proveedores.

El axioma central de la teoría de la perspectiva es que (Kahneman y Tversky, 1979) la función de valor se define según la desviación al punto de referencia, generalmente cóncavo para las ganancias y convexo para las pérdidas y más pronunciado para las segundas que para las primeras. El comportamiento diferente ante ganancias y pérdidas hace que la respuesta ante ambas situaciones sea diversa.

Daniel Kahneman y Amos Tversky argumentan que los seres humanos están condicionados por errores de juicio y de valoración además de sesgos cognitivos que afectan a su proceso de toma de decisiones en situaciones de incertidumbre. El ser humano tiene tendencia a evitar los riesgos y a sufrir más con la pérdida, potencialmente el doble, que la satisfacción que le produce la ganancia.

La aversión a la pérdidas es definida por Rabin y Thaler (2001) a partir de la comparativa entre el dolor que produce la pérdida y la satisfacción que provoca la ganancia. A la propiedad de las empresas no les gustan las pérdidas. La presentación de unos resultados negativos provoca insatisfacción, miedo, falta de confianza en el equipo directivo. Conviene subrayar, además, que asumir una pérdida es admitir una derrota y eso, a instancias de la autoestima supone un fracaso.

Tversky y Kahneman subrayan el impacto del entorno (framing effect). En el decisor influye la forma en que esté definida la situación, las reglas, normas y valores existentes, sus expectativas y la presión que ejerce lo que realizan otros. En la empresa, la presión del mercado, de los competidores y, de la propiedad, se pueden percibir, en algunos casos, de manera notoria y persistente.

El punto de referencia interviene también en el proceso de toma de decisiones. Funciona e impacta, más desde un punto de vista psicológico que financiero. Así lo advierten Camerer *et al.* (1997) ya que las decisiones, están en gran medida determinadas por la comparación entre el potencial resultado y el nivel de aspiración. En la empresa, el contrato alimenta de puntos de referencia concretos los aspectos relativos de la relación entre propiedad y directivos. Sin embargo, resulta más difícil que resuelva el grado de desarrollo que el directivo consiga de

su equipo, el manejo de las relaciones con su entorno, la capacidad de informar a los demás o la gestión de los conflictos en la empresa.

En un contexto recesivo de mercado, un crecimiento exiguo en las ventas puede suponer un gran triunfo para el directivo. Por el contrario, un ciclo económico al alza, no va a permitir la presentación ante la propiedad de un balance negativo o de una cuenta de resultados con un leve ascenso.

Las limitaciones del ser humano a la hora de tomar decisiones condicionan su operativa e inciden en el resultado de sus previsiones y planteamientos. El tiempo, que es un bien escaso y el conocimiento, que es limitado, propician la aparición de las mismas. Limitaciones alimentadas por creencias, juicios, prejuicios y experiencias. Tversky y Kahneman (1974) introducen una reflexión que les lleva al enunciado de dos conceptos básicos de su pensamiento. Se preguntaron cómo pueden valorar las personas la probabilidad de que se produzca un suceso incierto. Los seres humanos utilizan las *heurísticas* o procedimientos subjetivos de valoración y los *sesgos* o prejuicios cognitivos que producen una desviación en el procesamiento de lo percibido, lo que provoca una distorsión, juicio inexacto, interpretación ilógica o lo que se llama en términos generales irracionalidad.

En la relación propiedad y directivos, los resultados acaecidos o la previsión de crecimiento del sector se constituirán como elementos representativos de lo que se espera del directivo y, por tanto, supondrán una valoración subjetiva de su labor. El anclaje de que a un directivo se le paga por obtener buenos resultados, con independencia del resto de factores, iría en detrimento de la labor directiva y ejercería una notable presión en su desempeño.

El segundo grupo de factores restrictivos lo constituyen los sesgos o prejuicios cognitivos. Una primera detección, identificación y aplicación de ciertos sesgos que explican los comportamientos de los agentes económicos fue realizada por Kahneman y Tversky. Desde otro enfoque, Thaler comenzó a confeccionar una lista con una serie de anomalías que fue detectando a lo largo de sus investigaciones pero que, básicamente, se corresponden con el mismo tipo de factores, en muchos casos, limitantes. Sus orígenes son los ámbitos cognitivos y emocionales y de ellos se derivaría su relación con el riesgo.

Con respecto a los sesgos, el primero que podría explicar el comportamiento de ambas partes, podría ser la decantación por la certeza. El directivo, por la propia lógica del premio y del castigo, se puede situar en una posición de aversión al riesgo. Y también por el hecho de que la certidumbre en sus emolumentos le proporcionará seguridad en detrimento de un probable incentivo mayor. La propiedad está dispuesta a remunerar por un desempeño que le garantice resultados y que no le haga incurrir en riesgos excesivos.

El impulso a incentivar la toma de riesgos sufre por el sesgo de la perspectiva (Thaler, 2013). En el caso de la innovación, el coste que lleva implícito es un mecanismo transgresor para subvertir el procedimiento habitual que garantiza el resultado y, por ende, el incentivo a obtener. Si no se estimula, triunfará el sesgo del status quo quo (Samuelson y Zeckhauser, 1988). Este sesgo explicaría la tendencia al conservadurismo y a mantener estructuras, estrategias y criterios exitosos, sin poner en cuestión el mantenimiento de los mismos año tras año, ni si se ajustan a situaciones de mercado nuevas.

Los directivos al no poseer activos, puesto que pertenecen a la propiedad, se podrían ver afectados por el house money effect (Thaler y Johnson, 1990). Sesgo que se definiría a partir de la ausencia de temor a perder o a arriesgar algo que no es de uno mismo. Es jugar “con el dinero del casino”.

De acuerdo a los postulados de las finanzas conductuales, el ser humano se ve afectado por prejuicios cognitivos que afectan al resultado de sus inversiones. Muestra una tendencia a mantener una orientación hacia lo conocido lo que le provoca cierta actitud defensiva y la pérdida de aprovechar oportunidades porque evita lo desconocido, aquello para lo que no cuenta con habilidades suficientes. Sobrevalora lo que conoce y se comporta con un exceso de confianza, desechando que los errores sean por su carencia de conocimiento o equivocaciones de cálculo y siempre encontrando un tercero o ajeno a quien culpabilizar de los malos resultados.

Si los sesgos conducen a obtener resultados que no se ajustan a las pretensiones determinadas o son negativos, dejan una huella a modo de cicatrices psicológicas que se depositan en el cerebro, órgano donde radican los recursos y las barreras que utilizará o que se interpondrán en la toma de decisiones del ser humano.

El conocimiento de cómo está estructurada la toma de decisiones, el impacto de los sistemas de activación positiva o refuerzo de los éxitos y de activación negativa o penalización frente a las pérdidas serán piezas clave para entender el comportamiento que toman propiedad y directivos antes las situaciones que provoca la toma de decisiones en la empresa y el tipo de respuestas que da en cada uno de esos momentos.

Propiedad y directivo buscan la ganancia en el resultado, si bien la primera ejerce la presión propia de quien desea ganar siempre con independencia de la situación del entorno y se deja llevar por indicadores aparentemente representativos de los resultados a obtener. La pérdida insatisface más que el resultado positivo, pero sí aparece conduce a la finalización de la relación laboral.

El salario del directivo se conoce, está regulado por contrato, pero su permanencia en el puesto aunque asegurada por cláusulas se mueve en un entorno de incertidumbre. Los resultados positivos conducen al premio del incentivo. La

pérdida expulsa de la firma al directivo. El impulso a incentivar la toma de riesgos sufre por el sesgo de la perspectiva. En el caso de introducir una estrategia o una técnica nueva, el coste que lleva implícito es un mecanismo transgresor para subvertir el procedimiento habitual que garantiza el resultado y, por ende, el incentivo a obtener. Si no se estimula, triunfará el sesgo del status y por tanto, el inmovilismo y la conformidad con unas formas de operar que garantizan la inercia del resultado. Por último, el directivo puede arriesgar porque no puede perder unos activos que no son suyos. Tendría, en todo caso, algo que ganar (Rosanas, 2013), pero si la asunción de riesgos lleva a la pérdida, el castigo será grave y el despido será una realidad. Realidad negativa porque supone asumir una pérdida y al ser humano le afectan considerablemente.

En síntesis, las finanzas conductuales presentan sus argumentos para explicar cómo se rigen los sistemas de remuneración de los directivos y el marco de relación existente con la propiedad. La presión del entorno, junto con la que ejercen las tareas y objetivos fijados por contrato, harán que el comportamiento del directivo esté guiado por la aversión al riesgo y la búsqueda de la ganancia a corto plazo. Principal y agente evalúan su grado de satisfacción o no respecto a la otra parte y lo utilizan como punto de referencia. El agente busca la remuneración fija frente a la variable porque es adverso al riesgo y porque desea la seguridad del puesto de trabajo frente a la incertidumbre del mercado laboral que no se rige, exclusivamente, por las leyes de oferta y demanda.

5 Conclusiones

Los sistemas de remuneración para ceos y directivos presentan ineficiencias que no puede explicar la racionalidad debido a la asimetría de la información y a la dificultad de regular por contrato los deseos y sentimientos de las partes.

La racionalidad lleva a establecer mecanismos de desempeño, aparentemente objetivos, y que están correlacionados con un esquema de incentivos que se orienta a estimular la parte variable en detrimento de los emolumentos fijos. Sin embargo, la lógica de los incentivos se deja guiar por un esquema básicamente conductista: refuerzo del premio y castigo ante la falta de consecución de resultados, con una posible derivación hacia la desvinculación laboral del afectado por dicha ausencia de éxito.

Este trabajo ha tratado de integrar, desde la perspectiva de la Economía Conductual, los diferentes enfoques explicativos de las relaciones entre partes en un marco de relación vinculante. Este marco de relación aproxima, desde la compartición de objetivos; separa, desde la información asimétrica gestionada por cada una; y cuestiona, desde el peso de la incertidumbre que sobrevuela la relación.

La necesidad de profundizar en este enfoque teórico conduce a fijar una investigación posterior en la que se analizarán los diseños salariales en épocas de crecimiento y de retroceso económico para determinar cuáles son las variables explicativas a partir de los datos de las encuestas salariales de consultoras especializadas y de los informes de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y del Banco de España.

BIBLIOGRAFÍA

AGUILAR, E. (2012): “El diseño del Sistema de retribución de los directivos: problemática y evidencia empírica”, *Revista de Ingeniería de Organización*, nº 26, pp. 196-212.

AKERLOF, G. (1982): “Labor contracts as a partial gift exchange”, *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 97, nº 4, pp. 544-569.

ALLAIS, M. (1953): “Le comportement de l’homme rationnel devant le risque: critique des postulats et axiomes de l’école américaine”, *Econometrica*, vol. 21, pp. 503-546.

ANDREASSEN, P. (1993): “The psychology of risk: a brief primer”, working paper nº 87, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College.

ARRONDO, R. y FERNANDEZ, C. (2014): “Un análisis internacional de la política retributiva del CEO”, *Universia Business Review*, nº 43, julio-septiembre 2014, pp. 36-57.

BAKER, G., GIBBONS, R. y MURPHY, K. (1994): “Subjective performance measures in optimal incentive contracts”, *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 109, nº 4, pp. 1125-1156.

BARBER, B. M. y ODEAN, T. (2011): “The behavior of individual investors”, Social Science Research Network, pp. 1-54.

CAMERER, C., BABCOCK, L. LOEWENSTEIN, G. y THALER, R. (1997): “Labor supply of New York City cabdrivers: one day at a time”, *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 112, nº 2, pp. 1-36, The MIT Press.

CAMERER, C y FEHR, E. (2006): “When does Economic Man dominate social behavior?”, *Science*, vol. 311, pp. 47-52.

COMISION NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES y BANCO DE ESPAÑA (2016): “Informe Anual de Remuneraciones de los consejeros de las sociedades cotizadas. Ejercicio 2015”, Madrid.

COMISION NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES y BANCO DE ESPAÑA (2017): “Informe Anual de Remuneraciones de los consejeros de las sociedades cotizadas. Ejercicio 2016”, Madrid.

CONNELLY, B., TREVIS, S., DUANE, R. y REUTZEL, C. (2011): “Signaling theory: a review and assessment”, *Journal of Management*, pp. 39-67.

CONYON, M., FERNANDEZ, N., FERREIRA, M., MATOS, P. y MURPHY, K. (2011): “The executive compensation controversy: a transatlantic analysis”, pp. 1-130, Cornell University.

CUGUERO-ESCOFET, N. y ROSANAS, J. M. (2012): “The just design and use of management control systems as requirements for goal congruence”, Working paper, pp. 1-34, IESE.

FAMA, E. (1980): “Agency problems and the theory of the firm”, *Journal of Political Economy*, vol. 88, nº 2, pp. 288-307.

- FEHR, E., KIRCHSTEIGER, G y RIEDL, A. (1993): "Does fairness prevent market clearing? An experimental investigation", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 58, pp. 437-459.
- GROSSMAN, J. y STIGLITZ, J. (1980): "On the impossibility of informationally efficient markets", *The American Economic Review*, v 70, issue 3, pp. 393-408.
- HART, O. y MOORE, J. (1999): "Foundations of incomplete contracts", *Review of Economic Studies*, vol. 66, pp. 115-138.
- HART, O. y MOORE, J. (2008): "Contracts as reference points", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. XII, issue 1, pp. 1-45.
- JENSEN, M. y MECKLING, W. (1976): "Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, vol. 3, issue 4, pp. 305-360.
- KAHNEMAN, D. y TVERSKY, A. (1979): "Prospect theory: an analysis of decision under risk", *Econometrica* 47, pp. 263-291.
- MAELLA, P. (2012): "Retribución variable y motivación: Retos y recomendaciones", pp. 1-17, IESE Business School, Universidad de Navarra.
- NAIM, M. (2013): "El fin del poder", Editorial Debate, Madrid.
- PRIETO, A. (1999): "Vinculación entre los sistemas de incentivos y control sobre directivos y la estrategia de la empresa", La gestión de la diversidad: XII Congreso Nacional, IX Congreso Hispano-francés, pp. 711-715, Logroño (La Rioja), 16, 17 y 18 de junio, 1999. Universidad de la Rioja, 1999.
- RABIN, M. y THALER, R. (2001): "Anomalies: risk aversion", *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15, Nº 1, pp. 219-232, American Economic Association.
- RICART, J. y CORRALES, J. (2000): "Sistemas de evaluación y remuneración de directivos: el caso español", IESE, Universidad de Navarra.
- ROSANAS, J. (2013): "Las retribuciones variables de los directivos", IESE Business School, Universidad de Navarra.
- ROSS, S. (1973): "The economic theory of agency: the principal's problem", vol. 63, issue 2, pp. 134-139.
- SAMUELSON, P. y NORDHAUS, W. (2006): "Macroeconomía", Mc Graw Hill.
- SAMUELSON, P. y ZECKHAUSER, R. (1988): "Status quo bias in decision making", *Journal of risk and uncertainty*, 1: pp. 7-59, Kluwer Academic Publishers, Boston.
- SHILLER, R. (2006): "Tools for financial innovation: neoclassical versus behavioral finance", pp. 1-9.
- SHILLER, R. (2011): "Lecture 7: Efficient market", Open Yale courses, pp. 1-12.

SIMON, H. (1955): "A behavioral model of rational choice", *The Quarterly of economics*, pp. 99-118.

THALER, R.. (2013): "Thaler's research agenda", *Region*, pp. 14-28.

THALER, R. (2015): "La psicología económica", Madrid, Ediciones Deusto.

THALER, R. y JOHNSON, E. (1990): "Gambling with the house money effect and trying to break even: the effect of prior outcomes to risky choice", *Management sciences*, nº 36, pp. 643-660.

TVERSKY, A. y KAHNEMAN, D. (1974): "Judgement under uncertainty: heuristics and biases", *Science, New Series*, vol. 185, nº 4157, pp. 1124-1131.

VIVAS, L., BLANDON, J., MARTINEZ, M. y MASDEU, C. (2013): "Análisis de las retribuciones del Consejo y la Alta Dirección en las empresas cotizadas españolas en el período 2005-2010", *Revista de Contabilidad y Dirección*, vol. 17, pp. 101-118.