El nivel retributivo de los altos directivos en las empresas cotizadas españolas

Influencia del tamaño y composición del Consejo de Administración

*Gregorio Sánchez Marín**
*María Encarnación Lucas Pérez**

Desde un enfoque de agencia, este trabajo analiza la influencia del Consejo de Administración en el establecimiento de la retribución del alto directivo. Sobre una muestra de 120 empresas españolas cotizadas, se encuentra que el nivel retributivo del alto directivo, por un lado, se relaciona positivamente con el tamaño del consejo y de forma negativa con la proporción de consejeros externos y, por otro, que modera la eficacia supervisora del consejo, con consecuencias para los resultados de la empresa. Se constata, no obstante, que estas relaciones son apenas significativas cuando se trata de altos directivos que no pertenecen al consejo.

COLABORACIONES

Palabras clave: *retribuciones, cuadros superiores, Consejo de Administración, gobierno corporativo, empresas.*

Clasificación JEL: *L20, L11.*

1. Introducción

La retribución de la alta dirección en la gran empresa actual es uno de los asuntos que más atención y debate viene suscitando en las últimas décadas (Gómez-Mejía y Sánchez, 2006). Las elevadas sumas de dinero que generalmente reciben los altos directivos (1), vinculadas, en ocasiones, a manipulaciones contables o financieras con fines lucrativos personales, han puesto de manifiesto dos grandes problemas (Gómez-Mejía y Wiseman, 1997). Por un lado, un problema de equidad, como consecuencia del gran desena a este fenómeno. Si se tiene en cuenta el poder adquisitivo y el coste de la vida, un alto directivo se encuentra, en términos relativos, incluso mejor pagado que los estadounidenses, siendo el quinto país de la Unión Europea que mejor les retribuye (Expansión y Empleo, 2005) y el primero cuando los mismos pertenecen al Consejo de Administración (Informe Heidrick y Struggles, 2007). Asimismo, se ha detectado que la retribución de los consejos de administración de las empresas del Ibex 35 creció un 30,9 por 100 en el 2006 respecto al año anterior (El País, 2007).

(*) Departamento de Organización de Empresas y Finanzas. Universidad de Murcia.

(1) Cabe señalar, por ejemplo, que en 1980, el máximo directivo de una empresa estadounidense cobraba 42 veces el salario medio de los empleados del nivel operativo; en el año 2000, esta suma era superior en hasta 475 veces (Milkovich y Newman, 2007). España tampoco ha sido aje-

quilibrio entre las elevadas retribuciones de los altos directivos y las del personal operativo, que pueden afectar a la cohesión y compromiso organizativo. Por otro lado, un problema de control del posible comportamiento oportunista de algunos altos directivos, como consecuencia de la separación entre propiedad y control, que puede afectar a la eficiencia de la organización en el largo plazo.

La teoría de la agencia (Jensen y Meckling, 1976) propone al Consejo de Administración como el mecanismo de control interno más eficaz para vigilar, supervisar, incentivar y motivar a los altos directivos (Daily *et al.*, 2003), a través del establecimiento y control de su retribución; alineando, de tal modo, los intereses de los propietarios y de los altos directivos (Tosi *et al.*, 1997; Chatterjee *et al.,* 2003). La literatura, al estudiar el papel supervisor del Consejo de Administración (Boyd, 1994; Conyon y Peck, 1998; Daily *et al.*, 1998), ha coincidido mayoritariamente en que cuanta más independencia posea el consejo y más funcional sea, más control existirá sobre la actuación y retribución de los altos directivos, lo que, a su vez, mejorará la eficiencia organizativa.

Este grado de independencia y funcionalidad se ha representado habitualmente tanto a través del tamaño como de la composición del consejo. Hermalin y Weisbach (2003) sostienen que las empresas con menor número de consejeros y mayor proporción de consejeros externos suelen adoptar mejores decisiones sobre retribución de los altos directivos, en el sentido de moderarlas y adecuarlas a los intereses de los propietarios. Sin embargo, la literatura empírica no ha acabado de concretar y confirmar estas proposiciones. Mientras algunos estudios encuentran una relación positiva entre el número de consejeros y el nivel retributivo del alto directivo (Pearce y Zahra, 1992; Core *et al.,* 1999), otros no encuentran ninguna relación (Conyon y Peck, 1998); asimismo, algunos han hallado relaciones negativas (Hermalin y Weisbach, 2003), otros no significativas (Conyon y Peck, 1998) y otros incluso positivas (Boyd, 1994; Core, *et al.*, 1999) entre el porcentaje de consejeros externos y el nivel retributivo del alto directivo. En España tan sólo Melle (1998) y Álvarez y Neira (1999) se han centrado en la relación entre retribución de la alta dirección y Consejo de Administración, hallando relaciones muy poco significativas, y, de algún modo, aún por confirmar o consolidar (2). Esto ha llevado a afirmar a Gispert y Ortín (2002) que el estudio de estas relaciones en el contexto español ha sido escaso y falto aún de resultados más esclarecedores.

A todo ello hay que sumar el hecho de que la literatura no ha considerado que, en el caso de sociedades de gran tamaño, conviven dos tipos de altos directivos, los que pertenecen al Consejo de Administración y los que no forman parte del mismo. Las diferencias entre ambos colectivos en cuanto a nivel de responsabilidad, impacto de sus acciones, relaciones con propietarios y consejeros es indudable y, por tanto, pueden tener implicaciones en sus niveles retributivos así como en los resultados de la organización (Carpenter y Sanders, 2002).

En definitiva, el debate aún está abierto, debido a la escasez de estudios —especialmente en España—, a las contradicciones entre los resultados y a las limitaciones de trabajos previos. Y no sólo por ello son

(2) Álvarez y Neira (1999), por ejemplo, no pudieron demostrar si en los consejos en los que existe una mayoría de consejeros ejecutivos el nivel retributivo y el porcentaje de variable eran mayores, debido a que sólo existía un Consejo de Administración «tipo» con presencia mayoritaria de consejeros ejecutivos. Melle (1998), por su parte, realiza una comparativa general con otros países, analiza la relación entre tamaño y retribución media, pero sin llegar a contrastar estadísticamente dicha relación.

necesarias nuevas investigaciones. En el caso español, es preciso determinar, por un lado, si son generalizables los presupuestos de la teoría de la agencia, tratándose de empresas con alta concentración de la propiedad y con consejos fuertemente intervenidos (Salas, 2002) y, por otro, si la aparición del Código Unificado de Buen Gobierno (2006) está suponiendo cambios orientados hacia mayores grados de control de los altos directivos y de sus retribuciones, indicativos de una mayor eficacia del consejo.

Así, el objetivo de este estudio se enmarca en analizar en qué medida el tamaño y composición del Consejo de Administración influye en el nivel retributivo de los altos directivos —sean consejeros o no— de las empresas cotizadas españolas y si dicha retribución tiene algún efecto en los resultados de la empresa. Para ello, en primer lugar, se revisa la literatura que analiza el vínculo entre retribución del alto directivo, Consejo de Administración y resultados de la empresa y se establecen hipótesis de investigación; en segundo lugar, se describe la metodología aplicada en el estudio empírico y se describen los resultados del mismo y, por último, se exponen las conclusiones.

2. Consejo de Administración, retribución del alto directivo y resultados de la empresa

Partiendo del supuesto principal de la teoría de agencia sobre separación entre propiedad y control (Berle y Means, 1932; Jensen y Meckling, 1976), característica de la mayoría de las grandes empresas cotizadas, se puede cuestionar que los altos directivos no tienen por qué perseguir la maximización de la riqueza de los propietarios, dejando, de tal modo, abierta la posibilidad de que éstos adopten, entre otras, decisiones que incrementen su retribución (Byrd *et al.*, 1998; Hendry, 2002). Para alcanzar la convergencia de intereses, a través del llamado gobierno corporativo, los propietarios habilitan una serie de mecanismos de control y motivación de los altos directivos dentro de los cuales, el Consejo de Administración se ha revelado como uno de los más influyentes (Yermack, 1996; Daily *et al.*, 2003). Aspectos como el tamaño, la composición, la estructura o el funcionamiento del Consejo de Administración determinan su capacidad supervisora (Zahra y Pearce, 1989) lo que, a su vez, también puede influir en el diseño del paquete retributivo del alto directivo (Tosi *et al.*, 1997). A continuación se analiza cómo tamaño y composición del consejo influyen en el nivel retributivo de los altos directivos y sus consecuencias en términos de resultados.

2.1. Tamaño del Consejo de Administración y nivel retributivo del alto directivo

El tamaño del Consejo de Administración, o número de miembros por el cual está constituido, puede influir en su labor supervisora y en la calidad de las decisiones (Eisenberg *et al.*, 1998), incluyendo las retributivas respecto a los altos directivos de la empresa (Boyd, 1994). Según Pearce y Zahra (1992), un Consejo de Administración de gran tamaño supondría un mayor control sobre los altos directivos, incorporando diversos puntos de vista y opiniones, aportando una mayor calidad en las decisiones corporativas y en la eficacia de dicho órgano de gobierno. Otros estudios, en cambio, abogan que un elevado tamaño puede ser un obstáculo para la toma de decisiones rápidas y eficientes, restando flexibilidad, agilidad y operatividad, al ralentizar el proceso por

dificultades de coordinación y comunicación (O´Reilly *et al.*, 1989). Y es que, como sostienen Eisenberg *et al.* (1998), un número excesivo de miembros puede favorecer la inhibición de los consejeros e ir en detrimento de la efectividad e incluso restar cohesión al Consejo de Administración. En este mismo sentido se establecen las directrices de los códigos de buen gobierno, que recomiendan una disminución del tamaño de los consejos de administración, debiendo situarse entre 5 y 10, y nunca más allá de 15 (Salas, 2002).

Este debate, con la misma disyuntiva, surge en torno a la retribución recibida por los altos directivos: se ha investigado cómo el sistema de retribución de los altos directivos se puede ver influenciado por la capacidad de control de dicho órgano. Por ejemplo, Boyd (1994) y Hambrick y Finkelstein (1995) constatan que los salarios de los altos directivos son más altos en empresas con bajos niveles de control y supervisión del consejo. Pearce y Zahra (1992) y Core *et al.* (1999) encuentran que a medida que el número de consejeros es mayor, más elevado es, a su vez, el nivel retributivo del alto directivo; sin embargo, posteriores estudios, como el de Conyon y Peck (1998), no confirman relación significativa alguna. En España, Melle (1998) encuentra un vínculo positivo entre el número de consejeros y la retribución media de éstos, al igual que Álvarez y Neira (1999), quienes además comprueban que dicha relación es significativa estadísticamente, aunque con un tamaño muestral tan reducido que deja ciertas dudas sobre la validez de dicha relación.

Si consideramos que los consejos de administración en las empresas cotizadas españolas están ya en cierta medida sobredimensionados —según los análisis realizados, tienen un promedio de 11 consejeros, muy cercano al número máximo recomendado por los códigos de buen gobierno—, el aumento del número de consejeros puede ir en detrimento de la operatividad, flexibilidad y coordinación, influyendo negativamente en la capacidad de supervisión del Consejo de Administración (Boyd, 1994). Esta situación puede traducirse en menores controles sobre las actuaciones de los altos directivos y, consecuentemente en el establecimiento de mayores niveles retributivos (Pearce y Zahra, 1992). Por ello se propone:

Hipótesis 1 (h1): a mayor número de miembros del Consejo de Administración —en consejos con una considerable dimensión—, mayor nivel retributivo del alto directivo.

2.2. Composición del Consejo de Administración y nivel retributivo del alto directivo

Son numerosos los estudios que atribuyen la eficacia del Consejo de Administración a su composición e independencia (Hermalin y Weisbach, 2003). Gran parte de ellos encuentran que aquellos en los que hay una mayor proporción de consejeros externos funcionan de manera mucho más eficaz (Rosenstein y Wyatt, 1990; Bhagat y Black, 2000), existiendo más control sobre las actuaciones de los altos directivos (Agrawal y Knoeber, 1996; Klein, 2002), al no recaer la toma de decisiones en miembros que ostenten, al mismo tiempo, la condición de altos directivos. En este sentido también se manifiestan los códigos de buen gobierno, que recomiendan que el número de consejeros externos sea mayor al de internos y superior al 50 por 100 sobre el total (Salas, 2002). No obstante, otros estudios han puesto en cuestión que los consejeros externos sean más eficaces que los internos (Byrd y Hickman, 1992; Hermalin y Weisbach, 2003) argumentado, en primer lugar, su falta de inde-

pendencia real al intervenir los altos directivos internos en su selección, en segundo lugar, su posible falta de neutralidad como forma de ganar reputación de experto independiente y, en tercer lugar, su desconocimiento del funcionamiento exacto de la organización.

Desde la perspectiva retributiva, la presencia de miembros externos en el Consejo de Administración influye en la retribución recibida por los altos directivos en el sentido que señalan los postulados de agencia sobre alineamiento de intereses. Así, Baysinger y Hoskisson (1990) sugieren que cuando los métodos para evaluar a los altos directivos dependen de consejeros externos, es más probable que la retribución de los directivos sea calculada sobre la base de criterios objetivos de eficacia financiera que cuando dicha evaluación depende de los consejeros internos. En esta línea, Boyd (1994) y Conyon y Peck (1998) encuentran una relación negativa entre el porcentaje de consejeros externos y el nivel retributivo del alto directivo. Asimismo, Westphal y Zajac (1995) constatan que el nivel retributivo del alto directivo es menor, más orientado al largo plazo y más ligado al rendimiento empresarial cuando menor es la capacidad de influencia del alto directivo sobre los miembros del Consejo de Administración. Sin embargo, otros estudios, como el de Core *et al*. (1999) se alinean con la hipótesis contraria, y encuentran que cuando existe un mayor porcentaje de consejeros externos, el nivel retributivo del alto directivo es mayor, cuestionando en definitiva la independencia y los conocimientos sobre la organización de aquellos. En España, ni Melle (1998) ni Álvarez y Neira (1999) contrastan esta hipótesis y sólo Gispert (1998) lo hace, pero no logra evidencias de que mayor presencia de consejeros externos provoque, en caso de malos resultados empresariales, una modificación en su retribución total.

Si consideramos la literatura teórica y empírica que mayoritariamente se impone, y teniendo en cuenta que en el contexto español apenas existen estudios que nos permitan alinearnos con el argumento contrario, suponemos que cuando la proporción de consejeros externos es mayor, el Consejo de Administración es más independiente y ejerce un mayor control sobre la actuación del alto directivo, de la que se deriva el establecimiento de menores niveles retributivos, acordes con las exigencias de los propietarios.

Hipótesis 2 (h2): a mayor proporción de consejeros externos en el Consejo de Administración, menor nivel retributivo del alto directivo.

2.3. Nivel retributivo del alto directivo y resultados de la empresa

Los estudios realizados en torno a la eficacia del consejo y los resultados alcanzados por la empresa no son concluyentes. Algunos estudios abogan porque a mayor tamaño del Consejo de Administración, éste se vuelve más eficaz y los resultados de la empresa se incrementan (Alexander *et al.,* 1993; Goodstein *et al*., 1994), mientras que otros encuentran que el tamaño del consejo influye negativamente en los resultados de la empresa (Kini *et al*., 1995; Eisenberg *et al*., 1998), ya que los problemas de comunicación y coordinación hacen que su eficacia sea menor y los resultados alcanzados por la empresa disminuyan. Mientras Yermack (1996) encuentra una relación negativa entre el número de consejeros y los resultados cuando el número de éstos está comprendido entre 4 y 10, en cambio, cuando el número es mayor a 10 tal relación desaparece;

otros, incluso corroboran que no existe una relación significativa entre el tamaño y los resultados (Johnson *et al.*, 1996).

Si atendemos a composición del consejo y sus efectos en los resultados de la empresa, los estudios son aun más contradictorios. Unos encuentran una relación positiva (Byrd y Hickman, 1992; Brickley *et al.*, 1994; Chatterjee *et al.*, 2003), coincidiendo en que los externos contribuyen a la mejora de la labor supervisora y disciplinadora. Otras investigaciones, por el contrario, sostienen que la mayor presencia de externos influye negativamente en los resultados (Agrawal y Knoeber, 1996; Bhagat y Black, 2000), encontrando que la eficacia se relaciona de modo positivo con la presencia de consejeros internos (Baysinger y Hoskisson, 1990; Eisenberg *et al.* 1998) ya que los consejeros externos no tienen el tiempo, la experiencia, la independencia ni la información necesarios para desempeñar bien su trabajo.

Tampoco en el caso español la evidencia empírica es del todo concluyente. En cuanto al tamaño, algunos estudios abogan por una relación negativa entre tamaño del consejo y resultados de la empresa (De Andrés *et al.*, 2005; Mínguez y Martín, 2005), mientras que otros, en cambio, defienden una relación negativa (Melle, 1998). Fernández *et al.* (1998), por su parte, encuentran una relación no lineal entre tamaño del consejo y resultados de la empresa: en principio positiva hasta un determinado momento en que el efecto se torna negativo (3). Atendiendo a la composición, mientras que algunos no encuentran una relación significativa entre externos y resultados (Gispert, 1998; De Andrés *et al.*, 2005), la mayoría resaltan el efecto positivo que los externos tienen en los resultados empresariales (Fernández *et al.*, 1998; Melle, 1998), coincidiendo con los resultados obtenidos en otros estudios internacionales.

Partiendo de la evidencia empírica mayoritaria, que coinciden en señalar que cuanto menor tamaño y más independencia —a través de mayor proporción de consejeros externos— posea el consejo, más control existe sobre las actuaciones de los altos directivos y mejores resultados se derivan para la empresa (Chatterjee *et al.*, 2003), se puede suponer que el nivel retributivo del alto directivo puede contribuir, moderando de alguna manera la relación entre tamaño y composición del Consejo de Administración y resultados de la empresa. Aunque no hay estudios que directamente analicen esta relación de moderación, sobre la base de los argumentos de agencia, se supone que un mayor nivel retributivo para el alto directivo se deriva de una menor eficacia supervisora del consejo —bien por su excesivo tamaño en número de miembros, bien por su poca independencia al tener una baja proporción de consejeros externos—, por lo que se puede esperar que la retribución medie en la relación entre Consejo de Administración y resultados de la empresa.

Hipótesis 3 (h3): mayor nivel retributivo del alto directivo está asociado con una menor eficiencia supervisora del Consejo de Administración y, por tanto, influye negativamente en los resultados de la empresa.

3. Metodología y resultados

3.1. Muestra y obtención de los datos

La muestra utilizada para el estudio está formada por un total de 120 empresas que han cotizado en el mercado bursátil

(3) Fernández y Arrondo (2007) atribuyen estas contradicciones al tipo de medida de resultados, encontrando una asociación negativa entre tamaño del consejo y resultados cuando estos son medidos a través de la «q de Tobin», y positiva cuando se considera la rentabilidad contable.

(tanto las empresas del Ibex 35 como las del Mercado Continuo) durante el periodo 2005-2006. Se han seleccionado estas empresas porque son las que mejor reflejan los supuestos de agencia que se han tomado como perspectiva teórica en el presente estudio.

Para la obtención de la información sobre nivel retributivo de la alta dirección y tamaño y composición de los consejos de administración se acudió a los informes de gobierno corporativo de las empresas, conseguidos a través de la información bien particular que ofrecen dichas empresas a través de sus páginas web, bien a través de los datos que pone a disposición la Comisión Nacional del Mercado de Valores a través de su publicación en la página web. Para completar algunos datos sobre resultados de la empresa, también se recurrió a la base de datos SABI (Sistema de Análisis de Balances Ibéricos). Los datos retributivos, del Consejo de Administración y de resultados de la empresa, se han obtenido para dos años, correspondientes a 2005 y 2006, tal y como se ha indicado anteriormente. Esto ha permitido realizar análisis en dos momentos de tiempo diferentes.

3.2. Medición de las variables

Variables retributivas. Se ha utilizado el nivel retributivo, entendido como la retribución total anual recibida por el alto directivo (Conyon y Peck, 1998; Álvarez y Neira, 1999). En este sentido, se han obtenido dos variables: nivel retributivo de altos directivos consejeros, calculado como la retribución total anual de los altos directivos que pertenecen al Consejo de Administración dividido entre el número total de ellos y nivel retributivo de altos directivos no consejeros, calculada como la retribución total anual percibida por el conjunto de los altos directivos no pertenecientes al Consejo de Administración dividido entre el número de miembros no consejeros de la alta dirección.

Variables del Consejo de Administración. El tamaño del consejo se ha medido por el número medio anual de consejeros que lo componen, mientras que la composición del consejo se ha *operacionalizado* a través de la variable proporción de consejeros externos, calculada como porcentaje a través de la ratio consejeros externos-consejeros totales (Boyd, 1994; Johnson *et al.*, 1996).

Variables de resultados. Se ha establecido la variable *resultados de la empresa* obtenida según la ratio beneficio de explotación entre activo total neto, conocida como ROA o rentabilidad neta de la gestión o rentabilidad sobre los activos.

Variables de control. Como variables de control que pueden influir en las relaciones estudiadas se utilizan dos, una de tipo general, como es el tamaño de la empresa (Finkelstein y Boyd, 1998), medido como el número de empleados medio anual y otra de tipo específico, como es la retribución media del consejo (Westphal y Zajac, 1995), calculada como la retribución total del conjunto de los consejeros dividida entre el número de consejeros.

3.3. Resultados

El análisis de regresión jerárquica se configura como un procedimiento adecuado para el contraste, dado que permite analizar el impacto interactivo en una variable dependiente —nivel retributivo (h1 y h2) y resultados de la empresa (h3)— de varias independientes —tamaño y composición del consejo (h1 y h2) y nivel retributivo (h3)— (Cohen y Cohen, 1983). Se utilizaron dos regresiones jerárquicas distintas: una correspondiente a las relacio-

CUADRO 1
MEDIAS, DESVIACIONES TÍPICAS Y CORRELACIONES PARA TODAS LAS VARIABLES

Variables	Media	D.T.	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1. Tamaño de la empresa 2005	7.676,64	17.250,89													
2. Retribución media del consejo 2005	210,82	219,92	0,69												
3. Tamaño del consejo 2005	11,11	3,97	0,40	0,47											
4. Proporción de consejeros externos 2005	80,07	13,51	-0,25	-0,20	0,14										
5. Nivel retributivo altos directivos consejeros 2005	710,47	746,43	0,67	0,92	0,56	-0,39									
6. Nivel retributivo altos directivos no consejeros 2005	276,78	321,57	0,80	0,78	0,45	-0,31	0,81								
7. Resultados de la empresa 2005	0,04	0,11	0,43	0,56	-0,34	0,31	-0,55	-0,47							
8. Tamaño de la empresa 2006	12.203,29	30.556,52	0,65	0,67	0,36	-0,14	0,60	0,65	0,70						
9. Retribución media del consejo 2006	262,30	324,32	0,69	0,74	0,39	0,38	0,75	0,77	0,40	0,60					
10. Tamaño del consejo 2006	11,01	3,83	0,43	0,45	0,94	0,26	0,53	0,40	-0,33	0,40	0,37				
11. Proporción de consejeros externos 2006	79,68	12,26	-0,21	-0,33	0,16	0,83	-0,33	-0,34	0,43	0,21	-0,41	-0,47			
12. Nivel retributivo altos directivos consejeros 2006	978,77	1.355,01	0,58	0,62	0,46	-0,31	0,70	,70	-0,36	0,49	0,91	0,41			
13 Nivel retributivo altos directivos no consejeros 2006	325,26	408,80	0,81	0,77	0,41	-0,35	0,72	,87	-0,53	0,66	0,79	0,41	-0,01	0,71	
14. Resultados de la empresa 2006	0,06	0,25	0,73	0,32	0,40	0,36	-0,70	-,73	0,98	0,75	0,45	0,41	0,43	-0,56	-0,80

N = 120. Todas las correlaciones son significativas al nivel $p < 0,01$.
Fuente: elaboración propia.

COLABORACIONES

nes entre nivel retributivo y Consejo de Administración y otra relativa a los efectos en los resultados de la empresa de Consejo de Administración y nivel retributivo. En ambos casos, las variables fueron introducidas utilizando un proceso por pasos. En el primero se incluyen las variables de control y en el segundo y tercero se incorporan las variables independientes cuyo efecto se pretende analizar.

El Cuadro 1 proporciona las medias, desviaciones típicas y correlaciones de todas las variables. Como se puede observar, las correlaciones significativas entre las variables no son demasiado altas lo que, a priori, indica que no existen problemas de multicolinealidad (aspecto corroborado posteriormente mediante los índices de tolerancia de los coeficientes de regresión, que se situaron dentro de límites aceptables). Además, la presencia de correlaciones significativas entre las variables objeto de estudio indican la conveniencia de utilizar regresiones jerárquicas para el contraste.

Las hipótesis 1 y 2 pronostican que mayores niveles retributivos para los altos directivos son consecuencia de mayor número de miembros del consejo y de una menor proporción de consejeros externos. Como se aprecia en el Cuadro 2, se han realizado cuatro regresiones para contrastar estas hipótesis: dos para altos directivos consejeros —para los años 2005 y 2006— y otras dos para altos directivos no pertenecientes al consejo —también para los años 2005 y 2006—. Las variables de control introducidas han sido el tamaño de la empresa y la retribución media del consejo. Se puede ver que el incremento en R^2 entre los modelos 1-2, 3-4, 5-6 y 7-8 es positivo y significativo, indicando que, para los dos años analizados, las variables tamaño del consejo y proporción de consejeros externos explican una parte significativa de la variación producida en los niveles retributivos de los altos directivos. El coeficiente «proporción de consejeros externos» es negativo y significativo para ambos tipos de directivos, indicando que mayor número de consejeros externos supone menores niveles retributivos para los altos directivos. El coeficiente «tamaño del consejo» es positivo y significativo

CUADRO 2
ANÁLISIS DE REGRESIÓN PARA RETRIBUCIÓN DEL ALTO DIRECTIVO (H1 Y H2)

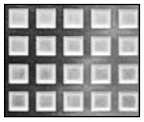
Variables independientes	Nivel retributivo altos directivos consejeros				Nivel retributivo altos directivos no consejeros			
	2005		2006		2005		2006	
	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6	Modelo 7	Modelo 8
Tamaño de la empresa	0,035	0,006	-0,098**	-0,109**	0,492***	0,475***	0,286***	0,274***
Retribución media del consejo	0,894***	0,854***	0,979***	0,983***	0,434***	0,437***	0,622***	0,622***
Tamaño del consejo		0,148**		0,055*		0,048		0,050
Proporción de consejeros externos		-0,059*		-0,130***		-0,095*		-0,086*
R^2 corregida	0,841	0,868	0,851	0,872	0,732	0,745	0,677	0,532
Valor de F	273,951***	162,889***	310,517***	184,298***	135,402***	70,779	116,454***	60,316***
Incremento de R^2		0,024***		0,022***		0,013*		0,012*

* p < 0,10; ** p < 0,05; *** p < 0,01.
Fuente: elaboración propia.

CUADRO 3
ANÁLISIS DE REGRESIÓN PARA RESULTADOS DE LA EMPRESA (H3)

Variables independientes	Resultados de la empresa					
	2005			2006		
	Modelo 9	Modelo 10	Modelo 11	Modelo 12	Modelo 13	Modelo 14
Tamaño de la empresa	0,504***	0,500***	0,385***	0,608***	0,599***	0,476***
Retribución media del consejo	0,410***	0,425***	-0,123	0,283***	0,279***	-0,650**
Tamaño del consejo		-0,095	-0,297*		-0,108	-0,344**
Proporción de consejeros externos		0,101	0,278*		0,190	0,382**
Nivel retribución del alto directivo consejero			-0,709***			-1,067***
R^2 corregida	0,709	0,704	0,748	0,649	0,652	0,690
Valor de F	126,418***	62,345***	62,155***	102,508***	52,471***	50,017***
Incremento de R^2		0,001	0,044***		0,009	0,040***

* p < .10; ** p < .05; *** p < .01.
Fuente: elaboración propia



únicamente para altos directivos consejeros, indicando que mayor número de consejeros externos se asocia con mayores niveles retributivos para altos directivos que pertenecen al consejo, pero no influye en aquellos que no pertenecen a él. Estos resultados apoyan parcialmente la hipótesis 1 y totalmente la hipótesis 2.

La hipótesis 3 predice que el nivel retributivo modera la relación entre resultados de la empresa y Consejo de Administración, de tal modo que mayores niveles retributivos de los altos directivos se asocian negativamente con la eficacia del consejo y, por lo tanto, con los resultados de la empresa. Como se aprecia en el Cuadro 3, para analizar este efecto moderador, se han introducido, en un primer paso, las variables tamaño de la empresa y retribución media del consejo, posteriormente, tamaño del consejo y proporción de consejeros externos para, en un tercer paso, introducir la variable nivel retributivo del alto directivo consejero.

En este sentido hay que señalar que para este análisis no se han considerado los altos directivos no consejeros debido, a la pobre significación obtenida en las relaciones analizadas en las hipótesis 1 y 2, lo que supone que su influencia moderadora en las relaciones entre consejo y resultados es despreciable. Se puede ver que el incremento en R^2 entre los modelos 9-10 y 12-13 no es significativa, sin embargo sí resulta positiva y significativa entre los modelos 10-11 y 13-14, cuando se introduce la variable de retribución, indicando que, para los dos años analiza-

dos, la variable nivel retributivo del alto directivo consejero explican una parte significativa de la variación en los resultados de la empresa. En los modelos intermedios de regresión —10 y 13—, se puede ver que la introducción de las variables de tamaño y composición del consejo tienen un efecto nulo en los resultados de la empresa. Sin embargo, al introducir en el tercer paso —modelos 11 y 14—, la variable nivel retributivo del alto directivo, además de ser ésta significativa, provoca que las variables tamaño del consejo y proporción de consejeros externos también adquieran significación para los resultados de la empresa. Los coeficientes de nivel retributivo del alto directivo son negativos y significativos, lo que indica que mayores retribuciones para los altos directivos se asocian con peores resultados de la empresa. Mayor tamaño del consejo supone un efecto negativo para los resultados de la empresa, mientras que mayor proporción de consejeros externos influye positivamente en los resultados de la empresa, tal y como era de esperar. Se confirma, pues, que el nivel retributivo modera claramente la relación entre tamaño/composición del consejo y resultados de la empresa. En consecuencia, se acepta la hipótesis 3.

4. Conclusiones

Las elevadas retribuciones que reciben los altos directivos, especialmente en las grandes empresas en las que existe separación entre propiedad y control, es un fenómeno que, en las últimas décadas, viene despertando gran interés y polémica en el ámbito social y académico. La cuestión relativa a si la retribución que el alto directivo percibe es justa y está relacionada con los resultados de la empresa ha constituido el centro del debate científico (Gómez-Mejía y Sánchez, 2006). Desde la teoría de la agencia (Jensen y Meckling, 1976) se propone al Consejo de Administración como uno de los mecanismos de gobierno interno más eficaces para vigilar, supervisar, incentivar y motivar a los altos directivos (Daily *et al*., 2003).

En este ámbito, el objetivo planteado en este estudio ha sido el de analizar los efectos del tamaño y composición del Consejo de Administración en el nivel retributivo del alto directivo, distinguiendo en este contexto entre los directivos consejeros y los que no forman parte del consejo. Del mismo modo, se ha tratado de comprobar si el nivel retributivo del alto directivo modera e influye en las relaciones entre el Consejo de Administración y los resultados alcanzados por la empresa.

Con esta investigación se ha pretendido aportar nuevas evidencias en este poco explorado campo de las relaciones retribución y Consejo de Administración aportando, en primer lugar, un análisis diferenciado según el tipo de directivo y sus responsabilidades (Carpenter y Sanders, 2002); comprobando, en segundo lugar, si los postulados de agencia son extensibles al contexto español, caracterizado por fuertes concentraciones de propiedad y consejos muy intervenidos por los propietarios (Salas, 2002); e indagando, en tercer lugar, en los posibles efectos que la reciente implantación del Código Unificado de Buen Gobierno (2006) pudiera tener sobre la eficiencia supervisora de los consejos de administración y, por ende, en el diseño de las retribuciones de los altos directivos.

Los resultados del estudio evidencian que en aquellas empresas en las que el tamaño del Consejo de Administración es muy elevado, el nivel retributivo del alto directivo es mayor. Si tenemos en cuenta que la media de consejeros en España es de 11, podemos deducir que el tamaño de

los consejos de administración es elevado —según las recomendaciones de la literatura y de los principales códigos de buen gobierno—, lo que implica una menor eficacia, ya que un mayor tamaño se relaciona con mayores problemas de coordinación y comunicación (Eisenberg *et al.*, 1998). Esto supone un menor control sobre la actuación de los altos directivos, por lo que éstos cuentan con una mayor discrecionalidad para perseguir sus propios intereses, incluidos los retributivos, con el consecuente perjuicio para los resultados de la empresa. No obstante, esta relación se ha verificado para los altos directivos que forman parte del Consejo de Administración, pero no para los altos directivos que no son consejeros. Por lo tanto, si bien se confirman los postulados de agencia y nuestros hallazgos coinciden con los de algunos trabajos internacionales (Pearce y Zahra, 1992) y corroboran estudios previos en el ámbito español (Melle, 1998; Álvarez y Neira, 1999), hay que señalar que los resultados no son del todo significativos, de acuerdo con lo señalado por otra parte de la literatura (Conyon y Peck, 1998) debido fundamentalmente a los altos directivos que no forman parte del Consejo de Administración. El nivel retributivo de estos últimos parece que depende más directamente de otras variables organizativas o de capital humano que del tamaño del consejo, el cual únicamente influye con fuerza en los consejeros altos directivos.

Con relación a la composición del Consejo de Administración, la evidencia ha sido más fuerte, encontrando que cuando el porcentaje de consejeros externos es mayor, el nivel retributivo del alto directivo, sea consejero o no, es menor. Según nuestros resultados, los consejos de administración están dominados por mayoría de externos —con porcentajes en torno al 80 por 100—, lo que parece que resulta positivo al dotar de mayor independencia al Consejo de Administración, limitando la discrecionalidad del alto directivo y moderando sus retribuciones. Estos resultados son coincidentes con la mayor parte de la literatura (Conyon y Peck, 1998) y nuevamente confirman las proposiciones de la teoría de la agencia, no obstante, hay que señalar que dichas relaciones se han mostrado débiles en el caso de los altos directivos no consejeros, acercándose —y pudiendo ser una explicación— a las conclusiones de trabajos como el de Core *et al.* (1999), que señala que mayor presencia de externos no modifica los niveles retributivos en el sentido de la alineación de intereses propietario-agente.

En este sentido, hay que resaltar, por un lado, que la mayor eficacia retributiva está más vinculada con la composición del consejo —proporción de externos— que con el tamaño del mismo y, por otro, que los altos directivos que no forman parte del consejo no están apenas influenciados por las modificaciones del tamaño y de la composición del Consejo de Administración, por lo que seguramente otras variables de enlace entre consejeros internos (incluido el CEO) y altos directivos no consejeros relacionadas con las distintas responsabilidades pueden tener más peso en la determinación y modificación de sus niveles retributivos (Carpenter y Sanders, 2002).

Teniendo en cuenta que el tamaño y la composición del consejo influye en la independencia y capacidad de supervisión y, consecuentemente, en el nivel retributivo de los altos directivos, la tercera hipótesis planteó si dicho nivel retributivo modera la relación entre el tamaño y composición del consejo y resultados de la empresa (Chatterjee *et al.*, 2003). El análisis apoya el efecto incremental que tiene para los resultados de la empresa un menor nivel retributivo de la altos direc-

tivos consejeros lo que, en principio, se relaciona con una mayor eficacia, independencia y capacidad de supervisión del alto directivo por parte del consejo (derivada de un elevado tamaño y una pequeña proporción de consejeros externos), confirmándose así los efectos moderadores de la retribución. En este sentido, se ha comprobado que el establecimiento de niveles retributivos acordes facilita las labores de supervisión del alto directivo y hace más eficaces los consejos de administración en el desempeño de esta labor.

En definitiva, los resultados de este estudio son acordes con la teoría de la agencia y coherentes con la mayor parte de la literatura en esta línea. Según estos, las empresas cotizadas españolas suelen adoptar mejores decisiones sobre retribución de sus altos directivos que pertenecen al consejo —moderando su cuantía total— cuando el tamaño del Consejo de Administración es menor y está formado por una mayor proporción de consejeros externos (Hermalin y Weisbach, 2003). Asimismo, se ha encontrando que el nivel retributivo influye en los resultados de la empresa, y que tiene un efecto moderador en la relación entre el Consejo de Administración y los resultados de la empresa (Chatterjee *et al.*, 2003): menores niveles retributivos hacen al consejo más eficaz, mejoran los resultados empresariales. Por otra parte, se ha podido comprobar, como era presumible, que los altos directivos que no forman parte del Consejo de Administración no se ven apenas afectados en sus niveles retributivos por el tamaño y la composición del Consejo de Administración y, por tanto, su análisis debe separarse de aquellos que ostentan cargos en el consejo.

En lo que respecta al ámbito español, es importante señalar que con este estudio se ha contribuido a mejorar la evidencia empírica con respecto a la retribución del alto directivo y la eficacia del Consejo de Administración como valedores de dicha retribución. La situación actual es más adecuada a los postulados de la agencia, e indica, en principio, una buena disposición del consejo a actuar como mecanismos de control eficaz e independiente. Estos resultados ponen de manifiesto cierta evolución positiva en los últimos años si lo comparamos con los hallazgos recogidos por Gispert y Ortín (2002). A pesar de esta mejora, también observamos que las recomendaciones del reciente Código Unificado de Buen Gobierno (2006) parece que están influyendo muy levemente en las empresas españolas: la reducción del tamaño de los consejos de administración es muy poco apreciable (de 11,11 en 2005 a 11,01 en 2006); estos siguen siendo elevados; y la proporción de consejeros externos (en torno al 80 por 100) aunque sí se adecua a las recomendaciones, viene dándose en porcentajes similares con anterioridad al código.

Por último, no se debe perder de vista que, aunque la literatura mayoritariamente coincide con los resultados de este trabajo, existe un gran número de estudios que claramente difieren o contradicen estas conclusiones, bien porque emplean diferentes muestras con características diferentes, bien porque las variables analizadas difieren en su *operacionalización*, bien porque las técnicas de análisis utilizadas no son similares. Es, por tanto, necesaria la realización de nuevas investigaciones que contribuyan a delimitar mejor la situación actual de los consejos de administración de la empresa española y la influencia de los códigos de buen gobierno, así como a aclarar la influencia de sus mecanismos de control en la retribución del alto directivo.

Respecto a las principales limitaciones y líneas futuras de investigación es evidente, en primer lugar, que debería incluirse en

el análisis la retribución variable, dada su importancia en el caso de la alta dirección y sus implicaciones desde el punto de vista de la agencia. En segundo lugar, sería necesario utilizar datos correspondientes a un periodo mayor de tiempo para poder determinar con mayor precisión las relaciones entre variables. En tercer lugar, el hecho de que la muestra de empresas sea únicamente las cotizadas en el mercado de valores, supone dejar fuera un conjunto importante de compañías —especialmente societarias— que operan a través de consejos de administración y comités de dirección. Finalmente, este análisis debería completarse con la inclusión de otras variables demográficas e individuales tanto relativas a las características de consejeros como de altos directivos, que permitieran un examen más holístico de la eficacia del Consejo de Administración, de su influencia en la retribución de la alta dirección y de sus implicaciones en los resultados de la empresa.

Bibliografía

[1] AGRAWAL, A. y KNOEBER, C. R. (1996): «Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 31, nº 3, pp. 377-397.

[2] ALEXANDER, J. A., FENNELL, M. L. y HALPERN, M. T. (1993): «Leadership instability in hospitals: The influence of board-CEO relations and organizational growth and decline», *Administrative Science Quarterly*, vol. 38, pp. 74-99.

[3] ÁLVAREZ, M. D. y NEIRA, E. (1999): «Determinantes del nivel de retribución y del porcentaje de retribución variable de la alta dirección», *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, vol. 8, nº4, pp. 83-108.

[4] BAYSINGER, B. y HOSKISSON, R. (1990): «The composition of boards of directors and strategic control: Effects on corporate strategy», *Academy of Management Review*, vol. 15, nº 1, pp. 72-87.

[5] BERLE, A. A. y MEANS, G. C. (1932): The modern corporation and private property, Nueva York, MacMillan.

[6] BHAGAT, S. y BLACK, B. S. (2000): «Board independence and long-term firm performance», *Working Paper*, nº 143, University of Colorado.

[7] BOYD, B. K. (1994): «Board control and CEO compensation», *Strategic Management Journal,* vol. 15, nº 5, pp. 335-344.

[8] BRICKLEY, J., COLES, J. y TERRY, R. (1994): «Outside directors and the adoption of poison pills», *Journal of Financial Economics*, vol. 35, nº 3, pp. 371-390.

[9] BYRD, J. W. y HICKMAN, K. A. (1992): «Do outside directors monitor managers?», *Journal of Financial Economics,* vol. 32, nº 2, pp. 195-221.

[10] BYRD, J. W., PARRINO, R. y PRITSCH, G. (1998): «Stockholder-manager conflicts and firm value», *Financial Analysis Journal*, vol. 54, nº 3, pp. 14-30.

[11] CARPENTER, M. A. y SANDERS, G. (2002): «Top management team compensation: The missing link between CEO pay and firm performance?», *Strategic Management Journal*, vol. 23, nº 4, pp. 367-375.

[12] CHATTERJEE, S., HARRISON, J. S. y BERGH, D. D. (2003): «Failed takeover attempts, corporate governance and refocusing», *Strategic Management Journal*, vol. 24, nº 11, pp. 87-96.

[13] CÓDIGO UNIFICADO DE BUEN GOBIERNO (2006): *Informe del grupo especial de trabajo sobre el buen gobierno de las sociedades cotizadas*, CNMV, Madrid.

[14] COHEN, J. y COHEN, P. (1983): Applied multiple regression/correlation analysis for the behavioral sciences, Lawrence Erlbaum, Hillsdale, NJ.

[15] CONYON, M. J. y PECK, S. I. (1998): «Board control, remuneration committees, and top management compensation», *Academy of Management Journal,* vol. 41, nº 2, pp. 146-151.

[16] CORE, J. E., HOLTHAUSEN, R. W. y LARCKER, D. F. (1999): «Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance», *Journal of Financial Economics*, vol. 51, nº 3, pp. 371-406.

[17] DAILY, C. M., DALTON, D. R. y CANNELLA, A. A. (2003): «Corporate governance: Decades of dialogue and data», *Academy of Management Review*, vol. 28, nº 3, pp. 371-382.

[18] DAILY, C. M., JOHNSON, J. L., ELLSTRAND, A. E. y DALTON, D. R. (1998): «Compensation committee composition as a determinant of CEO compensation», *Academy of Management Journal*, vol. 41, nº 2, pp. 209-220.

[19] 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*, vol. 13, nº 2, pp. 197-210.

[20] EISENBERG, T., SUNDGREEN, S. y WELLS, M. T. (1998): «Larger board size and decreasing firm value in small firms», *Journal of Financial Economics*, vol. 48, nº 1, pp. 35-54.

[21] EXPANSIÓN Y EMPLEO (2005): Los directivos españoles están mejor pagados que los estadounidenses, 10 de mayo.

[22] EL PAÍS (2007): La retribución de los altos directivos aumentó un 22 por 100*,* 23 de abril.

[23] FERNÁNDEZ, C. y ARRONDO, R. (2007): «The effects of ownership structure and board composition on the audit. Spanish evidence», *Corporate Governance: An International Review*, vol. 15, nº 5, pp. 909-922.

[24] FERNÁNDEZ, A. I., GÓMEZ-ANSÓN, S. y FERNÁNDEZ-MÉNDEZ, C. (1998): «El papel supervisor del Consejo de Administración sobre la actuación gerencial. Evidencia para el caso español», *Investigaciones Económicas,* vol. 22, nº 3, pp. 501-516.

[25] FINKELSTEIN, S. y BOYD, B. K. (1998): «How much does the CEO matter? The role of managerial discretion in the setting of CEO compensation», *Academy of Management Journal*, vol. 41, nº 2, pp. 179-199.

[26] GISPERT, C. (1998): «Board turnover and firm performance in Spanish companies», *Investigaciones Económicas*, vol. 22, nº 3, pp. 517-536.

[27] GISPERT, C. y ORTÍN, P. (2002): «Mecanismos de disciplina de los directivos en España: el Consejo de Administración y los sistemas de retribución» *Economiaz, Revista de Economía Vasca*, nº 50, pp. 138-157.

[28] GÓMEZ-MEJÍA, L. R. y SÁNCHEZ, G. (2006): La retribución y los resultados de la organización: Investigación y práctica retributiva, Madrid, Prentice-Hall.

[29] GÓMEZ-MEJÍA, L. R. y WISEMAN, R. M. (1997): «Reframing executive compensation: And assessment and outlook», *Journal of Management*, vol. 23, nº 3, pp. 291-374.

[30] GOODSTEIN, J., GAUTMAN, K. y BOEKER, W. (1994): «The effects of board size and diversity on strategic change», *Strategic Management Journal*, vol. 15, pp. 241-250.

[31] HAMBRICK, D. C. y FINKELSTEIN, S. (1995): «The effects of ownership structure on conditions at the top: The case of CEO pay rises», *Strategic Management Journal*, vol. 16, pp. 175-193.

[32] HENDRY, J. (2002): «The principal's other problems: Honest incompetence and the specification of objectives», *Academy of Management Review*, vol. 27, nº 1, pp. 98-173.

[33] HERMALIN B. E. y WEISBACH, M. S. (2003): «Boards of directors an endogenously determined institution: a survey of the economic literature», *Economic Policy Review*, vol. 9, nº 1, pp. 7-26.

[34] INFORME HEIDRICK y STRUGGLES (2007): *Raising the bar: Corporate governance in Europe*, Heidrick & Struggles International Inc, Chichago.

[35] JENSEN, M. C. y MECKLING, W. H. (1976): «Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost and ownership structure», *Journal of Financial Economic*, vol. 3, nº 4, pp. 305-360.

[36] JOHNSON, J. L., DAILY, C. M. y ELLSTRAND, A. E. (1996): «Board of directors: A review and research agenda», *Journal of Management*, vol. 22, nº 3, pp. 409-438.

[37] KINI, O., KRACOW, W. y MIAN, S. (1995): «Corporate takeovers, firm performance and board composition», *Journal of Corporate Finance*, vol. 1, pp. 383-412.

[38] KLEIN, A. (2002): «Audit committee, board of director characteristics and earnings management», *Journal of Accounting and Economics*, vol. 33, nº 3, pp. 375-400.

[39] MELLE, M. (1998): «Los sistemas de compensación de los directivos y consejeros empresariales: Incidencia sobre el gobierno de las empresas», *Cuadernos de Información Económica*, nº 136-137, pp. 179-190.

[40] MILKOVICH, G. T. y NEWMAN, J. M. (2007): Compensation, 9ª edición, Nueva York, Irwin/McGraw-Hill.

[41] MÍNGUEZ, A. y MARTÍN, J. F. (2005): «¿Afectan las características del Consejo de Administración a su labor supervisora? Nueva evidencia para el mercado español», *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, vol. 14, nº 2, pp. 55-74.

[42] O'REILLY, C. A., CALDWELL, D. F. y BARNETT, W. P. (1989): «Work group demography, social integration and turnover», *Administrative Science Quarterly,* vol. 34, pp. 21-37.

[43] PEARCE, J. A. y ZAHRA, S. A. (1992): «Board compensation from a strategic contingency perspective», *Journal of Management Studies*, vol. 29, pp. 411-438.

[44] ROSENSTEIN, S. y WYATT, J. G. (1990): «Outside directors, board independence and shareholder wealth», *Journal of Financial Economic*, vol. 26, nº 2, pp. 175-191.

[45] SALAS, V. (2002): *El gobierno de la empresa,* Colección de Estudios Económicos de La Caixa, nº 29, Barcelona.

[46] TOSI, H. L., KATZ, J. P. y GÓMEZ-MEJÍA, L. R. (1997): «Disaggregating the agency contract: The effects of monitoring, incentive alignment, and term in office on agent decision making», *Academy of Management Journal,* vol. 40, nº 3, pp. 584-602.

[47] WESTPHAL, J. D. y ZAJAC, E. J. (1995): «Who shall govern? CEO/board power, demographic similarity and new director selection», *Administrative Science Quarterly,* vol. 40, pp. 60-83.

[48] YERMACK, D. (1996): «Higher market valuation of companies with a small board of directors», *Journal of Financial Economics*, vol. 40, nº 2, pp. 185-211.

[49] ZAHRA, S. A. y PEARCE, J. A. (1989): «Board of directors and corporate financial performance: A review and integrate model», *Journal of Management*, vol. 15, nº 2, pp. 291-334.

INFORMACIÓN COMERCIAL ESPAÑOLA

en

INTERNET

www.revistasICE.com