

# **RIESGO EMPRESARIAL Y RETRIBUCIÓN DE EJECUTIVOS: UN ENFOQUE DE AGENCIA**

López Rodríguez, José\*

e-mail: jlrmail2.udc.es

**\*Departamento de Análisis Económico y Administración de Empresas,  
Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales. Universidad de A Coruña.**

## **RESUMEN**

La teoría de la agencia ha emergido en los últimos años como una de las principales teorías explicativas que guía la mayor parte de los estudios relacionados con la retribución directiva en el campo del management y la organización de empresas.

El objetivo de este trabajo es analizar, desde el punto de vista de la Teoría de la Agencia, en que medida el distinto grado de riesgo que soportan las empresas afecta a la retribución que perciben los ejecutivos, distinguiendo, por una lado, la retribución por incentivos y por otro, la retribución base o salario fijo. De acuerdo con la Teoría de la Agencia, a) Cuánto mayor es el riesgo empresarial menor será el uso de incentivos en los contratos de retribución de los ejecutivos; b) Cuánto mayor es el riesgo empresarial mayor será el pago base en los contratos de retribución de los ejecutivos.

Los resultados obtenidos de los trabajos empíricos analizados, muestran que en conjunto, la Teoría de la Agencia explica bien el comportamiento de la retribución de los ejecutivos en un contexto de contingencia organizacional, como es el riesgo empresarial.

Palabras clave: Incentivos, Riesgo empresarial, Retribución de ejecutivos, Teoría de la Agencia,

## 1. INTRODUCCIÓN

El fenómeno del riesgo empresarial es central para el estudio de la retribución directiva y ha estado creciendo en importancia durante las últimas dos décadas, dado que una parte importante de la retribución que reciben los ejecutivos es en forma de pagos variables o incentivos o pagos contingentes al rendimiento (Rynes & Gerhart, 2000).

Esta parte variable a percibir por el directivo o ejecutivo, como el propio nombre indica, es incierta, ya que los resultados de la empresas varían año tras año. Además habrá empresas en las que la incertidumbre sobre los resultados, es todavía mayor, es decir, empresas con mayor volatilidad o que tienen mayores riesgos que otras, como es el caso de, las empresas de la nueva economía o las comúnmente llamadas “.com”; las empresas de I+D, etc.

Es aquí, donde toma sentido el estudio de la relación entre niveles de riesgo empresarial y retribución directiva, comprobando sí y como el riesgo puede condicionar los niveles retributivos de los directivos.

Utilizamos como marco teórico o conceptual para el estudio de dicha relación la vertiente positiva de la teoría de la agencia, ampliamente extendida en la mayor parte de los estudios sobre retribución directiva, de tal manera que ésta nos permitirá determinar y precisar su capacidad como teoría explicativa del fenómeno de la retribución directiva en un contexto de contingencia organizacional, como es el riesgo empresarial.

La teoría de la agencia predice que es necesario el pago de incentivos a los agentes (ejecutivos, en nuestro caso), para crear un destino común entre éstos y los principales (accionistas o propietarios), lo que es formalmente señalado o aludido como *alineación de incentivos o incentive alignment*. Se trata de evitar situaciones de conflictos de interés entre ambas partes, perjudiciales para el desarrollo de la relación y perjudiciales para la marcha de la organización. Sin embargo, el pago de incentivos al agente, implica la transferencia de riesgo del principal al agente, y esto es costoso para él. Además, de acuerdo con la teoría de la agencia, los agentes son adversos al riesgo, lo que significa que los agentes son particularmente reticentes a aceptar contratos de

compensación contingentes al rendimiento (Beatty and Zajac, 1994), situación que se verá acentuada en aquellas empresas que tienen unos mayores niveles de riesgo.

Es por esta razón, por lo que cabe pensar que el riesgo debe ser tenido en cuenta a la hora de diseñar los contratos de retribución de los directivos o ejecutivos. La elección prioritaria del principal se centra en crear el equilibrio entre el pago base (basado en el comportamiento) y el pago por incentivos (basado en el resultado) que es necesario para inducir al agente a actuar en los mejores intereses del principal (Bloom & Milkovich, 1999). Los contratos óptimos de compensación deben, por consiguiente, reflejar los trade-offs inherentes en este equilibrio usando suficientes pagos de incentivos para alinear los intereses del agente con aquellos del principal sin cambiar excesivamente riesgo y compensación en el seno del agente.

Dado que el énfasis de esta literatura de investigación sobre compensación ha estado puesta en la aversión al esfuerzo del agente; la preocupación sobre la aversión al riesgo del agente ha tendido a ser desenfaticada (Beatty & Zajac, 1994; Levinthal, 1988). Puesto que la aversión al esfuerzo y al riesgo del agente son mostradas como de igual prominencia en la teoría clásica de la agencia, es importante integrar el riesgo dentro de la investigación sobre compensación basada en la teoría de la agencia para comprender cómo el riesgo puede influir en los pagos que reciben los ejecutivos.

El trabajo se estructura como sigue: en las dos primeras secciones se ofrecen las predicciones de la teoría de la agencia sobre las relaciones entre riesgo empresarial y retribución por incentivos y riesgo empresarial y retribución fija o pago base respectivamente. En la tercera sección, se analizan los resultados empíricos de un conjunto de trabajos, comprobando en que medida se verifican las predicciones de la teoría de la agencia, permitiéndonos ver la consistencia y robustez de la misma a través de los distintos trabajos. En una cuarta sección se establecen las conclusiones principales, así como una serie de orientaciones para el desarrollo de futuros trabajos en esta línea. En la quinta y última sección, se da cuenta de la bibliografía empleada para la realización del trabajo.

Para finalizar, quisiera advertir, que a lo largo de todo el desarrollo del trabajo se emplean indistintamente las palabras “retribución” por “compensación”; “directivos” por “ejecutivos”, sin que ello altere para nada el sentido y significado del trabajo.

## **2. RIESGO EMPRESARIAL E INCENTIVOS: UN ENFOQUE DE AGENCIA**

Desde la perspectiva de la teoría de la agencia, los agentes son particularmente reticentes a aceptar contratos de compensación contingentes al rendimiento. Este tipo de contratos a pesar de que pueden tener deseables propiedades motivacionales y de incentivos en relación a otras formas de compensación no contingente, tiene también indeseables propiedades de asunción de riesgos por parte del agente. Tales contratos de compensación provocan a los agentes asumir un riesgo que podría ser más eficiente si éste es soportado por diversos principales. La idea subyacente es que el agente (ejecutivo o directivo en nuestro caso) a diferencia de los principales (propietarios o accionistas) tienen invertido la mayor parte de su capital humano no diversificable y no comerciable en la empresa y el agente es más adverso al riesgo que el principal, debido a que puede llevar a cabo actividades de diversificación, (Beatty & Zajac, 1994). Por lo tanto los agentes serán reticentes a asumir riesgos derivados de la fluctuación del rendimiento de la empresa y además es difícil y costoso para los principales tener al agente soportando este riesgo. Puesto que los incentivos implican un trade-off por riesgo, es decir, a mayores incentivos, mayor es la asunción de riesgo, conviene identificar posibles contingencias organizacionales que pueden afectar a este trade-off, como es el riesgo empresarial.

El riesgo empresarial incrementa el ya de por sí riesgo que entrañan los contratos de compensación contingentes al rendimiento, incrementando por lo tanto la exposición al riesgo total del agente, y haciendo por lo tanto a los agentes más reticentes si cabe a aceptar este tipo de contratos, en otras palabras, diferencias en el riesgo al que están sometidas las empresas, está asociado con diferencias en el coste del uso de la compensación de incentivos, dado que ésta puede influenciar la voluntad de los agentes para aceptar contratos de compensación o retribución que incluyan un componente de asunción de riesgos (Beatty & Zajac, 1994).

Además, cuando el riesgo empresarial es mayor, el pago de incentivos puede afectar negativamente al comportamiento del agente, no contribuyendo tal como nos dice la teoría de la agencia a alinear las acciones del agente con los objetivos del principal. Esto se debe a que cuando el riesgo es elevado, factores o fuerzas externas que están fuera del control del agente pueden influir negativamente en los resultados de la empresa, reduciendo en consecuencia los pagos de incentivos (Bloom & Milkovich, 1998). Las condiciones económicas de la industria y otras fuerzas externas pueden

afectar negativamente al rendimiento de la empresa, independientemente de las acciones del agente. Todo esto puede impedir la capacidad del agente para afectar positivamente los resultados, de aquí que mayores riesgos empresariales pueden reducir o negar los incentivos a un agente, incluso cuando el agente está trabajando para lograr los objetivos del principal. Esto puede conducir además a que los agentes en organizaciones que se enfrentan a mayores niveles de riesgo, pueden reaccionar reteniendo u ocultando esfuerzo, o llevando a cabo acciones diseñadas para reducir la exposición al riesgo, que actúan en detrimento de los resultados de la organización (Hoskisson, Hitt; Kren & Kerr, 1993). Por ejemplo los managers pueden adoptar perjudicialmente prácticas de atrincheramiento (entrenching practices), tales como compromiso mutuo sobre medidas de resultados, neutralizando mecanismos de control o adoptando estrategias corporativas deletéreas (Walsh & Seward, 1990) o fracaso en la toma de decisiones que incrementen el valor de la empresa (Quinn & Rivoli, 1993).

En resumen, cuando el riesgo empresarial es elevado, mayor uso en los pagos de incentivos puede llegar a convertirse en disfuncional para dirigir el comportamiento de los managers (directivos o ejecutivos), ya que los incentivos imponen todavía más riesgo. Reconociendo este efecto potencial, aquellos principales de empresas más arriesgadas tenderán a usar menos el pago de incentivos para evitar el incremento en el riesgo del agente.

En consecuencia, podemos formular como hipótesis central:

**H1) Cuánto mayor sea el riesgo de las empresas menor será el uso de incentivos en los contratos de compensación de los ejecutivos.**

Dado que la definición económica de los incentivos teóricamente abarca todo tipo de recompensas financieras que son contingentes al rendimiento o resultados de la empresa, podemos concretar la afirmación anterior para algunas formas de retribución por incentivos, entre ellas las más conocidas y ampliamente usadas entre los ejecutivos, están las opciones sobre acciones y acciones, las cuales varían con el rendimiento de la empresa (Jensen & Murphy 1990 c). Por lo tanto podemos establecer las siguientes hipótesis alternativas:

H1a) Cuánto mayor sea el riesgo empresarial, menor será el nivel de opciones sobre acciones poseídas por los altos ejecutivos (las opciones sobre acciones son uno de los componentes más significativos de asunción de riesgos en los contratos de compensación), (Beatty & Zajac, 1994),

H2b) Cuánto mayor sea el riesgo empresarial, menor serán las tenencias de acciones de la propia empresa por los ejecutivos (Beatty & Zajac, 1994; Zajac & Westphall, 1994),  
y

H3c) Cuánto mayor sea el riesgo empresarial, será más pequeña la proporción de incentivos –retribución de incentivos derivada de las opciones sobre acciones más los cambios en el valor del patrimonio accionarial- en relación al total de compensación de los ejecutivos –incentivos más retribución dineraria-, Beatty & Zajac, 1994; Zajac & Westphall, 1994).

### **3.RIESGO Y PAGO BASE: UN ENFOQUE DE AGENCIA**

De acuerdo con la teoría de la agencia, los agentes aceptarán mayores riesgos si son provistos con algún tipo de seguro que les ayude a proteger sus intereses (Conlon & Parks, 1990; Holmstrom, 1987).

El comportamiento de aversión al riesgo inducido por el incremento en el uso en los pagos de incentivos puede ser mitigado incrementando la riqueza del agente a través de mayores niveles de pagos fijos o base. De acuerdo con esta idea que se remonta a la época de Bernouille ([1758] 1954), la reacción de los individuos ante el riesgo empresarial está inversamente relacionada con su nivel actual de riqueza; mayor nivel de riqueza hace que las pérdidas sean menos “dolorosas” (Bernstein, 1996; Sharpe, 1990).

Por lo tanto, un mayor nivel de pago base incrementa la riqueza actual del agente, contrarrestando por lo tanto, alguna de las posibles pérdidas asociadas con el riesgo de los negocios y con el pago de incentivos.

En efecto, en definiciones clásicas de teoría de agencia, el aseguramiento es operacionalmente definido como un mayor nivel de pago base (Baiman, 1990).

Esta premisa es imitada en la teoría de los mercados de trabajo internos, según la cual los individuos requieren mayores niveles de pago base en el cambio por reducir su riesgo en el empleo y sus corrientes de renta futura (Osterman, 1992).

En definitiva, a la luz de la teoría de la agencia, podemos formular la siguiente hipótesis:

**H2) Cuánto mayor sea el riesgo empresarial, mayor será el nivel de pago base en los contratos de compensación ejecutiva.**

#### **4. EVIDENCIAS EMPÍRICAS**

A continuación, se analizan un conjunto de trabajos empíricos para ver en que medida se corroboran las predicciones de la teoría de la agencia.

Las evidencias empíricas sobre la relación entre el riesgo empresarial y los incentivos bajo el marco conceptual de la teoría de la agencia, ha sido estudiada y analizada por diversos autores. Entre otros, destacamos Aggarwal & Samwick (1999), Beatty & Zajac (1994), Bloom & Milkovich (1998), Gray & Cannella (1997), Stroh, Brett, Baumann & Reilly (1996) y Zajac & Westphall (1994). Todos estos autores han utilizado diferentes medidas de riesgo empresarial para el examen de la relación riesgo-incentivos, así como diferentes tipos o clases de organizaciones o empresas, desde pequeñas organizaciones emergentes hasta las grandes empresas, comúnmente usadas en esta literatura.

**Aggarwal & Samwick (1999).** Estos autores examinan bajo un modelo principal-agente el papel que el riesgo ejerce en la retribución de los altos directivos. Estos autores comprueban si la predicción del modelo principal-agente sobre la sensibilidad pago del ejecutivo-rendimiento de la empresa es o no decreciente con la variación del rendimiento de la empresa o riesgo de la empresa. La sensibilidad pago-rendimiento es definida por Jensen & Murphy (1990 a) como el cambio en la riqueza del CEO por cada 1000\$ de incremento en la riqueza del accionista. Trabajos empíricos previos en esta misma línea, Garen (1994); Lambert & Larcker (1987), comprueban si la retribución basada en los rendimientos de las acciones (stock-related compensation) es decreciente en la desviación standard del rendimiento de la empresa y si la retribución basada en los salarios (salary –based compensation) aumenta con la desviación standard del rendimiento de las empresas. Sus resultados muestran una evidencia débil para asumir estas proposiciones.

Aggarwal & Samwick (1999), realizan su estudio sobre una muestra compuesta por las 1.500 mayores empresas públicas americanas, que cotizan en bolsa, y abarca un

período de cuatro años (1993-96). Calculan la variación en el rendimiento de las acciones en las empresas para examinar si los ejecutivos que trabajan en empresas más arriesgadas tienen menores sensibilidades pago-rendimiento, es decir menor intensidad de incentivos.

Estos autores, encuentran que la sensibilidad pago-rendimiento de la retribución de los ejecutivos es decreciente con la variación del rendimiento de las empresas. En general la sensibilidad pago-rendimiento/resultado para los ejecutivos en empresas con la menor volatilidad en el precio de las acciones es mayor que la sensibilidad pago-resultado para los ejecutivos en empresas con las mayores volatilidades en el precio de sus acciones. Este resultado se mantiene tanto para los CEO,<sup>1</sup> como para otros ejecutivos retribuidos con grandes sumas de dinero.

**Beatty & Zajac (1994).** Estos autores examinan desde una perspectiva de contingencia (incertidumbre) como las organizaciones buscan asegurar el comportamiento directivo apropiado a través de un equilibrio de intercambio (trade-offs) entre incentivos (retribución), vigilancia o control y disposición a la asunción de riesgos. Comprueban como este problema es particularmente severo en las organizaciones o empresas más arriesgadas. Llevan a cabo su investigación sobre una población compuesta de pequeñas organizaciones emergentes, IPO empresas<sup>2</sup>. La muestra de estudio es de 435 empresas. Beatty y Zajac, sugieren que el uso de las empresas de contratos de compensación a los directivos para resolver los problemas de incentivos, está dificultado por las preocupaciones acerca del riesgo que soportan los directivos en tales contratos, y que son el resultado de la aversión al riesgo de los mismos, y además concluyen que este problema es especialmente grave en las empresas más arriesgadas.

El riesgo en su trabajo es medido de cuatro maneras. La primera variable proxy para medir el riesgo es el número de factores de riesgo descritos en la cuenta de registro IPO, dónde la dirección de la empresa (altos ejecutivos) deben listar explícitamente y discutir los factores de riesgo, capturando así diferencias fundamentales en el riesgo de las IPO empresas.

La segunda medida de riesgo concierne a la elección del contrato de mejor esfuerzo (best-efforts contract) o a la elección del contrato de oferta de compromiso

---

<sup>1</sup>CEO es el acrónimo de Chief Executive Officer, se correspondería con la persona que ostenta el mayor cargo en la empresa.



firme (firm-commitment offering contract) en la suscripción de la IPO. Después de que una empresa solicita salir al público, archiva su cuenta de registro en la SEC (Security Exchange Commission), -lo equivalente a nuestra CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores)-y ésta hace uso o utiliza suscriptores para asistir en el proceso IPO. Esto puede tomar dos formas:

a) los suscriptores pueden adquirir directamente acciones de las IPO empresas, garantizando así a la empresa la venta de un número específico de acciones a un precio estipulado (firm- commitment offering contract),

b) “en el caso de ofertas más arriesgadas, suscripción o aseguramiento de los mejores esfuerzos” es usado cuando los suscriptores efectúan sus mejores esfuerzos pero no establecen un compromiso con la empresa o garantía (best-efforts contract). Ritter(1987) mostró que las empresas eligiendo contratos de mejores esfuerzos (best-efforts contracts) son más arriesgadas en relación a aquellas que eligen contratos de compromiso firme (firm-commitment contracts).

La tercera medida de riesgo se deriva del informe de rentabilidad/no rentabilidad de la IPO empresa. El riesgo para las IPO empresas no puede ser medido en términos de variación en el rendimiento de las acciones de la empresa, dado que esta variación sólo ocurre después de la salida al público (IPO).

La cuarta medida de riesgo se construye regresando la desviación estándar actual a partir del anuncio IPO, sobre las tres medidas previas de riesgo (número de riesgos revelados, tipo de contrato suscrito e indicador de rentabilidad) para todas las empresas. Mayores niveles de esta medida sugiere mayores riesgos.

Los análisis fueron llevados a cabo separadamente para cada una de estas cuatro medidas de riesgo, para saber si la relación riesgo-incentivos es independiente o no de la medida del riesgo. Los resultados mostraron que para las cuatro medidas de riesgo, las empresas más arriesgadas son significativamente menos proclives a usar las opciones sobre acciones en sus contratos de compensación ejecutiva. También mostraron que el riesgo empresarial está relacionado negativamente con la proporción de compensación

---

2Acronimo de Initial Public Offerings. Se trata de empresas que cotizan por primera vez en los mercados de valores.

ejecutiva total que se deriva de la compensación de incentivos en relación a la compensación total (compensación por incentivos más la compensación fija). Por último también comprueban que en las empresas más arriesgadas es menor la posesión de acciones que los ejecutivos poseen de la propia empresa, es decir, menores son los derechos de propiedad de los ejecutivos en la empresa.

**Bloom & Milkovich** (1998). Examinan el papel que el riesgo ejerce en las estructuras de retribución directiva y su relación con el rendimiento o los resultados de la organización. En su investigación emplean datos procedentes de más de 500 empresas americanas relativamente grandes- el número medio de empleados es de 31.822 y la media del valor de sus activos es de 1.072 millones de \$.

El riesgo, definido como la volatilidad en el rendimiento de la organización es medido de dos maneras; como una variación en la corriente de rentas de la empresa y como la variabilidad en el rendimiento de las acciones del mercado. Para ambas medidas de riesgo calculan además el componente sistemático y no sistemático del riesgo. Estos autores calculan el componente sistemático y no sistemático de ambas medidas de riesgo siguiendo el modelo de precios de activos de capital (CAPM; Miller & Bromiley, 1990; Modigliani & Pogue, 1993). El riesgo sistemático (beta) es la cantidad de variación en la corriente de renta de una organización (rendimiento sobre activos [ROA] ), o los rendimientos de las acciones que pueden ser explicados por cambios globales o generales en los mercados de las empresas. El riesgo no sistemático (epsilon) mide la variación en ROA (return on assets) o los rendimientos de las acciones que son debidos a factores específicos a la propia empresa u organización, tales como decisiones gerenciales (Kren & Kerr, 1994).

Estos autores encuentran que en tres de estas cuatro medidas de riesgo, a saber, riesgo sistemático en las acciones y ambas medidas de riesgo en la corriente de rentas, muestran una relación negativa con el pago de incentivos, medido como el ratio bonus (primas o sobresueldos)-pago base. Este ratio lo obtienen dividiendo los bonus que reciben anualmente los managers entre la cantidad de salario anual percibida por los mismos. El valor medio de este ratio se sitúa en el 19% con un mínimo de 0 y un máximo del 797%. Este resultado apoya, por lo tanto, las predicciones de la teoría de la agencia. Sin embargo, el riesgo no sistemático de las acciones, está positivamente relacionado con el pago de incentivos, un hallazgo que no es consistente con la teoría.

En definitiva, podemos postular que en conjunto los resultados apoyan la predicción teórica, pero al mismo tiempo también sugieren que la manera en que el riesgo es medido es importante.

**Gray & Cannella (1997).** Examinan cuál es el papel que el riesgo empresarial ejerce en la configuración de los contratos de retribución de los altos directivos. Sugieren que hay tres dimensiones relevantes en la retribución de los directivos para el reparto del riesgo entre principales (accionistas) y agentes (ejecutivos). Estas tres dimensiones son:

- a) el nivel total de retribución (total compensation),
- b) el nivel de retribución contingente o arriesgada (compensation risk) y
- c) el horizonte de tiempo de la retribución (compensation time horizon), medidos como la suma de todos los elementos de la retribución –salario+primas-; el ratio retribución por incentivos-retribución total y la proporción de retribución del año actual que está basada en resultados multiperíodo –planes de resultados a largo plazo, primas y concesiones que son recompensadas por el rendimiento o el resultado durante un período superior a un año y opciones sobre acciones-respectivamente.

La muestra de estudio está compuesta por 100 empresas, seleccionadas aleatoriamente de entre las 1000 mayores empresas que cotizan en de New York Stock Exchange, The American Stock Exchange, y NASDAQ Exchange. La muestra está limitada a empresas en industrias no reguladas cuyas acciones fueron negociadas durante al menos un período de cinco años .

El riesgo empresa es medido a través del riesgo sistemático (beta) y el riesgo no sistemático (sigma), utilizando la técnica del CAPM y el riesgo de la corriente de rentas (la desviación standard de ingreso por ventas durante los 3 años previos). También tienen en cuenta dentro del riesgo de la empresa otros componentes como la intensidad de I+D (gastos en I+D/Ventas), intensidad de publicidad (gastos en publicidad/Ventas) y la intensidad de capital (activos fijos/ventas), los cuales conforman el riesgo estratégico de la empresa.

En cuanto a los resultados, encuentran que 1) aquellas empresas de mayores riesgos pagan menos a sus altos ejecutivos (retribución total) que las empresas con menores riesgos; 2) una asociación positiva entre retribución total y retribución contingente, es decir, aquellos ejecutivos que aceptan mayores riesgos en sus acuerdos de retribución tienden a ser mejor compensados que aquellos que aceptan menores

riesgos en sus contratos; 3) aquellos ejecutivos que poseen más acciones reciben menos compensación contingente en sus contratos que aquellos que poseen menos; 4) una relación negativa entre compensación contingente (compensación por incentivos) y riesgo no sistemático si bien los coeficientes para las otras variables de riesgo empresarial (beta riesgo y riesgo de la corriente de rentas) no resultan significativos y 5) comprueban que existe una asociación positiva bastante débil entre el horizonte de retribución y el riesgo estratégico de la empresa.

**Stroh, Brett, Baumann & Reilly (1996).** Estos autores analizan en su trabajo la relación entre la estrategia de pagos variables (incentivos) y un grupo de tres variables que son destacables o notables en la teoría de agencia clásica: programabilidad de las tareas, riesgo y la longitud o duración de la relación principal-agente. Una característica distintiva de este estudio frente a otros estudios sobre retribución directiva, es que las hipótesis de su trabajo son verificadas para una muestra que está compuesta por ejecutivos medios (middle managers) frente a los altos ejecutivos estudiados más comúnmente en los trabajos sobre retribución de directivos.

El número de organizaciones que componen la muestra son 20 empresas pertenecientes a distintas industrias (farmacéuticas, comunicación, alimentación, hostelería, químicas, etc). Estas empresas proceden de la lista Fortune 500, y varían en tamaño desde 4000 hasta 275000 empleados.

Por lo que respecta al riesgo empresarial y su relación con la estrategia de pagos variables en la organización, en este trabajo es aproximado mediante el concepto de turbulencia organizacional<sup>3</sup>. La turbulencia organizacional puede ser vista o interpretada por un agente como una situación de un mayor riesgo en el empleo. En esta situación, la hipótesis de prima de riesgo de la teoría de la agencia, predice que para atraer y retener a los ejecutivos en situaciones de alto riesgo, el principal estará forzado a compartir el coste del riesgo en el empleo con el agente, pagando una prima a éste. En consecuencia el principal tendrá que incrementar el nivel de compensación total (salario + pagos variables) del agente con el objeto de protegerlo del riesgo.

Los datos acerca de la turbulencia organizacional son obtenidos de Predicast's F&S Index, U.S Annual Editions. Aquí aparecen reflejados los cambios que las

---

<sup>3</sup> Cameron, Kim y Whetten (1987) definen la turbulencia organizacional como cambios significativos, rápidos y discontinuos en la organización, causados por eventos tales como reestructuraciones, reducciones de tamaño, ventas de activos y derivados y adquisiciones

organizaciones han experimentado, cambios en, por ejemplo, trabajadores, venta de activos, adquisiciones por otra empresa, fusiones, tomas de apoderamiento frustradas, etc. Los autores construyen un índice sumando el número de incidentes en cada categoría y luego sumando las distintas categorías. Una puntuación elevada indica una mayor turbulencia organizacional o si preferimos un mayor riesgo de la empresa.

Los resultados de este trabajo muestran que aquellas organizaciones más turbulentas trasladan el riesgo a sus managers a través del incremento de pagos variables, en lugar de compartir el coste del riesgo, otorgando una mayor compensación variable a sus ejecutivos. Además los salarios no difieren de manera significativa en aquellas organizaciones más turbulentas.

En definitiva, estos autores encuentran que la turbulencia organizacional está positivamente relacionado con el pago o compensación variable y que los ejecutivos medios no reciben una mayor compensación total según o a pesar de diferencias en las turbulencias organizacionales. Por lo tanto, este resultado cuestiona la capacidad de la teoría de la agencia para predecir la estrategia de compensación para ejecutivos medios en situaciones de alto riesgo e incertidumbre.

Sin embargo, debemos tener en cuenta que estamos concibiendo el riesgo a través de la turbulencia organizacional y no en su forma de medición clásica, es decir como variabilidad en los resultados de la organización.

**Zajac & Westphall** (1994), llevan a cabo una investigación a cerca de los costes y beneficios tanto del uso de incentivos a los directivos como de la supervisión o vigilancia de los mismos. Tanto los incentivos como la supervisión son dos maneras de llevar a cabo un control sobre los altos directivos en un contexto de agencia. En su trabajo proponen cómo y porqué los niveles observados de incentivos a los directivos y la supervisión pueden variar según la naturaleza de las distintas organizaciones, individuos y según el tiempo. Específicamente, tienen en cuenta, en que medida el diferente grado de riesgo al que se enfrentan las distintas organizaciones puede repercutir sobre los incentivos.

Realizan un estudio longitudinal (cinco años, 1987-1991) sobre una muestra de las mayores empresas industriales y de servicios de EE.UU listadas en Forbes y Fortuna, abarcando un total de 405 empresas.

En cuanto a la medición del riesgo, utilizan tres medidas de riesgo distintas, llevando a cabo estudios separados para cada una de ellas, con el objeto de mostrar si la

relación riesgo-incentivos es consistente a través de las distintas medidas. Las tres medidas de riesgo que utilizan son; *riesgo contable* – medido como la desviación standard del rendimiento sobre activos durante los 10 años anteriores al período de estudio; *riesgo del mercado* (Stock risk) – medido como la desviación standard de los rendimientos de las acciones semanales durante los 10 años previos al período de estudio y el *ratio neto-deudas* – calculado como el volumen actual y a L/P de las deudas dividido por el patrimonio neto.

Los resultados de sus estudios muestran que para cada una de las tres medidas de riesgo, a medida que el riesgo incrementa, el uso por parte de las empresas de contratos de compensación contingente o compensación de incentivos a largo plazo decrece significativamente. Es decir, para empresas con mayores riesgos el coste de usar mayor cantidad de incentivos es mayor que para empresas con menores niveles de riesgo. Esto se deriva de la aversión al riesgo de los altos ejecutivos. Además comprueban que la relación riesgo – incentivos a largo plazo es logarítmica, es decir, a medida que el riesgo incrementa, la compensación contingente decrece a un ritmo cada vez menor.

Estos autores, además, analizan en un mayor grado de detalle la compensación de incentivos, midiendo por un lado la compensación por incentivos ( Incentivos a L/P y tenencias de acciones) en términos de proporción sobre la riqueza total ejecutiva y por otro lado las posesiones de acciones por parte de los ejecutivos de su propia empresa. De nuevo, sus estudios muestran que a medida que el riesgo empresarial incrementa la proporción de incentivos sobre la riqueza total disminuye y en el segundo caso, a medida que el riesgo empresarial aumenta menor es el nivel de acciones (propiedad) poseída por los altos ejecutivos –CEO’s en terminología anglosajona-). Estos resultados son consistentes para cada una de las tres medidas de riesgo.

La mayor parte de los trabajos en donde se analiza la relación del riesgo empresarial con la estrategia de retribución de los directivos hacen mención a la relación riesgo-incentivos, tal como hemos comprobado anteriormente, habiendo pocos autores que en sus trabajos estudien la relación entre el riesgo y el pago base.

Esto, está motivado fundamentalmente porque uno de los aspectos que se buscan o pretenden con los contratos de directivos es la motivación de los mismos, y la alineación de intereses de los directivos y los propietarios o accionistas. Una manera de conseguir estos propósitos, especialmente en contextos de asimetrías de información y conflictos de interés, es a través de un buen diseño de los sistemas de retribución y especialmente la retribución por incentivos. Bloom & Milkovich (1998), sin embargo,

también analizan explícitamente el impacto del riesgo empresarial en la compensación base o salario. Los resultados de su estudio muestran que a mayor nivel de riesgo empresarial mayores son los pagos base o salarios que reciben los altos ejecutivos, ya que esta es una manera de cubrir el riesgo que soportan los directivos en este tipo de organizaciones y asegurar su riqueza.

## **5. CONCLUSIONES**

Este trabajo, nos ha permitido comprobar el alcance de la teoría de la agencia, en cuanto a su capacidad y eficacia como teoría explicativa de la retribución de los altos directivos, en un contexto de contingencia organizacional como es el riesgo empresarial.

De acuerdo con dicha teoría, cuánto mayor es el riesgo empresarial menor será el uso de incentivos en los contratos de retribución de los ejecutivos, ya que así se consigue que el riesgo que soportan con dicha forma de retribución disminuya, y por otro lado, cuánto mayor es el riesgo empresarial mayor será el pago base o salario fijo en los contratos de retribución de los ejecutivos, como una manera de compensarles por ese mayor riesgo que soportan en tales organizaciones, riesgo derivado, no sólo del pago de incentivos, sino también del mayor riesgo de empleo.

De los distintos trabajos empíricos analizados, Aggarwal & Samwick (1999), Beatty & Zajac (1994), Bloom & Milkovich (1998), Gray & Cannella (1987), Zajac & Westphall (1994), podemos decir que con carácter general y en conjunto, los resultados apoyan las predicciones de la teoría de la agencia, si bien, conviene establecer tres comentarios respecto a algunos de estos trabajos.

En primer lugar, el trabajo de Bloom & Milkovich (1998), sugiere que la manera en que el riesgo es medido puede ser importante. En su trabajo, se observa una relación positiva entre el pago de incentivos y el riesgo no sistemático de las acciones, un hallazgo que no es consistente con las predicciones de la teoría de la agencia, aunque para las otras medidas de riesgo utilizadas (riesgo sistemático de las acciones, riesgo no sistemático/sistemático de la corriente de rentas) sus resultados corroboran las predicciones de la teoría de la agencia. Por lo que respecta a la predicción entre riesgo empresarial y pago base, sus resultados corroboran las predicciones de la teoría de la agencia.

En segundo lugar, en el trabajo de Stroh et al. (1996) el riesgo empresarial es medido de una forma muy distinta a como lo hacen el resto de los trabajos. Utiliza como medida de riesgo organizacional, la “turbulencia organizacional”, entendida como los cambios que la organización ha experimentado en p.ej. los trabajadores, venta de activos, fusiones, tomas de apoderamiento frustradas. El resultado de su trabajo muestra que a mayor turbulencia organizacional mayor es el pago variable, contradiciendo la hipótesis de la TA, aunque cabe pensar que el factor explicativo de este resultado respecto a los obtenidos en el resto de los trabajos, es la manera en que el riesgo es medido, ya que en ningún caso dicha medida recoge la variabilidad en los resultados de la organización.

En tercer lugar, aunque no directamente relacionado con el objeto de este trabajo, pero si indirectamente, señalar que los resultados de Gray & Cannella (1997) y Stroh et al. (1996), son sorprendentes y preocupantes, ya que si aquellas empresas con mayores riesgos actualmente proporcionan menores niveles de retribución a sus directivos o no proporciona mayores niveles de retribución, éstas empresas deben hacer frente a dificultades en lo que se refiere a la atracción y retención de los ejecutivos con más talento, puesto que una de las funciones de la retribución además de la motivación del empleado es también la atracción y retención de los mismos.

En cuanto a las futuras líneas de investigación, señalar que en este campo de investigación, todavía no se han realizado hasta el momento estudios de retribución-riesgo empresarial sobre ejecutivos que desempeñan puestos medios en la organización, siendo por lo tanto interesante ver en que medida la teoría de la agencia puede ofrecer explicaciones adecuadas para la retribución para estos ejecutivos en un contexto de riesgo empresarial.



## 6. BIBLIOGRAFÍA

Aggarwal, R & Samwick, A. 1999. The Other Side of the Trade-Off: The Impact of Risk on Executive Compensation. **Journal of Political Economy**, vol 107, 65-105.

Baiman, S. 1990. Agency Research in Managerial Accounting: A Second Look. **Accounting, Organizations and Society**, 15:341-371.

Beaty, R. & Zajac, E. 1994. Managerial Incentives, Monitoring and Risk Bearing: A Study of Executive Compensation, Ownership and Board Structure In I.P.O. Firms. **Administrative Science Quarterly**, 39:313-335.

Bernoulli, D. 1954. Exposition of a new theory of the measurement of risk. **Econometrica**, 22:23-36.

Bernstein, P.L. 1996. **Against the gods: The remarkable story of risk**. New York: Wiley.

Bloom, M & Milkovich, G. 1998. Relationships among risk, incentive pay, and organizational performance. **Academy of Management Journal**, 41, 283-297.

Cameron, K., Kim, M., & Whetton, D.A.1987. Organizational Effects of Decline and Turbulence. **Administrative Science Quarterly**, 32:222-240.

Conlon, E.J. & Parks, J.M. 1990. Effects of monitoring and tradition on compensation agreements: An experiment on principal-agent dyads. **Academy of Management Journal**, 33:603-622.

Gray, S., & Cannella, Jr.1997. The Role of Risk in Executive Compensation. **Journal of Management**, 33:517-540.

Hoskisson, R.E., Hitt, M.A., & Hill, C.W.1993. Managerial Incentives and investment in R & D in large multiproduct firms. **Organization Science**, 4:325-341.

Holmstrom, B. & Milgrom, P.1987. Aggregation and Linearity in the Provision of Intertemporal Incentives. **Econometrica**, 55:330-328.

Jensen, M. & Murphy, K. 1990a. Performance Pay and Top-Management Incentives. **Journal of Political Economy**, 88:225-264.

Kren, L. & Kerr, J.1993. The Effect of Behaviour Monitoring and Uncertainty on the use of Performance-Contingent Compensation. **Accounting and Business Research**, 23:159-168.

Lambert, R. & Larcker, D. 1991. Executive Compensation, Corporate Decision Making and Shareholder Wealth: A Review of the Evidence. En Foulkes, F. Executive Compensation. A Strategic Guide for the 1990s. Harvard Business School Press.

Levinthal, D.1988. A survey of agency models of organizations. **Journal of Economic Behavior and Organizations**, 9:153-185.

Li Jin, 2001. Ceo Compensation, Diversification and Incentives. En **Social Science Research Network**, pag 1-83.

Miller, K., & Bromiley, P. 1990. Strategic risk and corporate performance: An anlysis of alternative risk measures. **Academy of Managemet Journal**, 33:759-779.

Modigliani, F., & Pogue, G. A. 1993. An introduction to risk and return: Concepts and evidence. In S.Levine (Ed.), **Financial analysts'handbook**:183-200. HOMEWOOD, IL: Dow Jones-Irwin.

Osterman, P. 1992. Internal labor markets in an changing enviroment: Models and evidence. In D. Lewin, O.S.Mitchell, & P.D.Sherer (Eds.), **Research frontiers in industrial relations and human resources**: 273-308. Madison, WI: Industrial Relations Research Association.

Quinn, D.P. & Rivoli, P. 1993. The effects of American and Japanese-style employment and compensation practices on innovation. **Organization Science**, 2:323-341.

Rynes, S. & Gerhart, B. 2000. **Compensation in Organizations**. Jossey-Bass Publishers 350 Sansome Street, San Francisco, California 94104.

Sharpe, W. F. 1990. **Quantifying the market risk premiun phenomenon fo investment decision making**. Charlottesville, V.A: Institute for Chartered Financial Analysts.

Stroh, K.L., Brett,M.J., Baumann, P.J., & Reilly, H. A. 1996. Agency theory and Variable Pay Compensation Strategies. *Academic of Management Journal*, 39:751-767.

Walsh, J.P., & Seward, J. K. 1990. On the efficiency of internal and external corporate control mechanisms. **Academy of Management Review**, 15:421-458.

Zajac, E. & Westphal, J. 1994. The Cost and Benefits of Managerial Incentives and Monitoring in Large U.S: Corporations: When is More not Better?. **Strategic Management Journal**, 15:121-142.

