



VNIVERSITAT E VALÈNCIA

 **Facultat d' Economia**

DEPARTAMENT DE COMPTABILITAT

DOCTORADO EN CONTABILIDAD Y FINANZAS CORPORATIVAS
(R.D. 99/2011)

TESIS DOCTORAL

**IMPACTO DEL CÓDIGO DE GOBIERNO CORPORATIVO DE
2015 EN LOS SISTEMAS RETRIBUTIVOS DE LAS
SOCIEDADES COTIZADAS**

PRESENTADA POR:

FABIÁN BLANES SÁEZ

DIRECTORA:

Dra. CRISTINA DE FUENTES BARBERÁ

Valencia, junio 2022

Esta tesis ha recibido apoyo de la Conselleria de Innovación, Universidades, Ciencia y Sociedad Digital (Subvenciones a Grupos de Investigación Emergentes, Programa para Promoción de la Investigación Científica, el Desarrollo Tecnológico y la Innovación en la CV, DOGV 8959 de 24 de noviembre del 2020, Resolución 5 de marzo del 2021.

*A Mari Carmen por haber sido tan buena compañera en este viaje,
a mis padres y a David por su interés motivador durante toda la tesis,
a Rubén, pues siempre se agradecen los guías en los laberintos,
y a Cristina por haberlo hecho posible, al apostar con tanta decisión por
este proyecto desde el principio, allá por junio de 2017*

CONTENIDO DE LA TESIS

INTRODUCCIÓN.....	11
--------------------------	-----------

1) NORMATIVA QUE REGULA LA RETRIBUCIÓN DEL CEO Y DE LOS MIEMBROS DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN 19

1.1. Medidas de buen gobierno relativas a la retribución de los CEOS y consejeros ejecutivos en EE.UU.....	21
1.2. Medidas de buen gobierno relativas a la retribución de los CEOS y consejeros ejecutivos en Reino Unido.....	23
1.3. Medidas de buen gobierno relativas a la retribución de los CEOS y consejeros ejecutivos en la Unión Europea.....	30
1.4. Medidas de buen gobierno relativas a la retribución de los CEOS y consejeros ejecutivos en España.....	40
1.5. Evolución de la aplicación de los códigos de buen gobierno y de las retribuciones de los consejeros.....	64
1.6. Evolución de las retribuciones de directivos en las empresas cotizadas españolas durante el periodo 2013-2018.....	67

2) MARCOS TEÓRICOS Y EVIDENCIA EMPÍRICA PREVIA SOBRE LA RETRIBUCIÓN A CONSEJEROS 71

2.1. La retribución de los ejecutivos en el marco de la teoría de la agencia.....	72
2.2. Evidencia empírica de la retribución de los ejecutivos según las predicciones de la teoría de la agencia.....	83
2.3. Teoría del servidor o mayordomo.....	91
2.4. Teoría de la hegemonía gerencial.....	94
2.5. Teoría del torneo.....	97
2.6. Teoría institucional.....	100

3) METODOLOGÍA UTILIZADA EN ESTUDIOS PREVIOS: META-ANÁLISIS DE LOS FACTORES DETERMINANTES DE LA RETRIBUCIÓN DE CONSEJEROS.....	107
3.1. Introduction.....	108
3.2. Literature review and research questions.....	111
3.3. Sample and meta-analytical procedures.....	116
3.4. Results.....	122
3.5. Discussion and conclusions	128
4) IMPACTO DE LA REFORMA DE GOBIERNO CORPORATIVO DE 2015 EN LA RETRIBUCIÓN DE LOS CONSEJEROS DE LAS EMPRESAS COTIZADAS ESPAÑOLAS	133
4.1. Introduction.....	134
4.2. The executive compensation in the governance reforms.....	138
4.3. Literature review and research questions.....	141
4.4. Sample of the study and methodology.....	134
4.5. Empirical results	156
4.6. Conclusions, discussion of the results and limitations of the study.....	181
5) RESPONSABILIDAD SOCIAL CORPORATIVA Y RETRIBUCIÓN DE LOS CONSEJEROS EJECUTIVOS: EVIDENCIA SOBRE LAS EMPRESAS COTIZADAS ESPAÑOLAS.....	185
5.1. Introduction.....	186
5.2. Theoretical background and hypothesis development.....	190
5.3. Sample of the study and methodology.....	199
5.4. Empirical results	203
5.5. Discussion of the results	215
5.6. Conclusions and limitations of the study	217
CONCLUSIONES FINALES	221
BIBLIOGRAFÍA.....	237

ÍNDICE DE TABLAS

Table 3.1. Sample selection process.....	117
Table 3.2. Sample distribution by author	118
Table 3.3. Hunter and Smith meta-analysis on CEO pay and explanatory variables... 124	
Table 3.4. Summary of Hunter and Smith meta-analysis using moderating factors	126
Table 3.5. MARA procedure using effect sizes of performance-compensation association	127
Table 4.1. Descriptive statistics of the compensation components	150
Table 4.2. Univariate analysis between pre and post GReform periods	152
Table 4.3. Descriptive statistics of the variables	156
Table 4.4. Sample classification according to industry criteria.....	157
Table 4.5. Pearson correlation matrix.....	159
Table 4.6. Descriptive statistics and univariate analysis between pre and post GReform periods.	160
Table 4.7. Influence of the GReform over the managerial compensation. Nat log of variable compensation as dependent variable.	161
Table 4.8. Combined influence of the GReform and institutional directors over the CEO pay-ROE link. CEO's variable compensation nat log as dependent variable.	163
Table 4.9. Combined influence of the GReform and institutional directors over the executive pay-ROE link. Executive's variable compensation nat log as dependent variable.	165
Table 4.10. Influence of the GReform over the pay-ROE link. Ratio of the variable compensation as dependent variable.	167
Table 4.11. Combined influence of the GReform and institutional directors over the CEO pay-ROE link. Ratio of CEO's variable compensation as dependent variable.	168
Table 4.12. Combined influence of the GReform and institutional directors over the executive pay-ROE link. Ratio of executive's variable compensation as dependent variable.	170
Table 4.13 Mediation analysis of institutional directors on the GReform impact on managerial compensation. Managerial variable compensation nat log as dependent variable.	173
Table 4.14. Influence of the GReform over the pay-TSR link. Nat log of the variable component as dependent variable.....	174
Table 4.15. Combined influence of the GReform and institutional directors over the CEO pay-TSR link. Nat log of CEO's variable component as dependent variable.	175

Table 4.16. Combined influence of the GReform and institutional directors over the executive pay-TSR link. Nat log of executive variable compensation as dependent variable.	177
Table 4.17. Influence of the GReform over the pay-TSR link. Ratio of variable compensation as dependent variable.	178
Table 4.18. Combined influence of the GReform and institutional directors over the CEO pay-TSR link. Ratio of CEO's variable compensation as dependent variable.....	179
Table 4.19. Combined influence of the GReform and institutional directors over the executive's pay-TSR link. Ratio of executive's variable compensation as dependent variable.	180
Table 5.1. Sample selection.....	199
Table 5.2. Sample classification according to industry criteria.....	200
Table 5.3. Indicators of ESG score.....	202
Table 5.4. Descriptive statistics.....	204
Table 5.5. Pearson correlation matrix.....	207
Table 5.6. CSR disclosure and CEO/Executive compensation.....	210
Table 5.7. Compensation and CSR levels' results.....	212
Table 5.8. CSR performance effect on compensation structure.....	213

ÍNDICE DE GRÁFICOS, FIGURAS Y CUADROS

Gráfico 1.1. Brecha salarial media directivos/empleados empresas del IBEX para el periodo 2013-2018.....	68
Gráfico 1.2. Brecha salarial CEO:empleado medio OCDE en el año 2012.....	69
Gráfico 2.1. Porcentaje de consejeros dominicales en los consejos de administración de las sociedades cotizadas en España.....	80
Figura 1.1. Legislación retributiva y Códigos de Buen Gobierno en España.....	42
Figura 2.1. Postulados de la Teoría de la Agencia.....	73
Figure 4.1. Compensation components of the study.....	149

Cuadro 1.1. Medidas en materia de retribución de directivos y consejeros en Estados Unidos y Reino Unido.	29
Cuadro 1.2. Principales novedades de la Recomendación 2009/385/CE	33
Cuadro 1.3. Principales medidas de la UE en materia de retribución ejecutiva.....	39
Cuadro 1.5. Legislación en materia de retribución de administradores de las sociedades cotizadas	44
Cuadro 1.5. Legislación en materia de retribución de administradores de las sociedades cotizadas (cont.).....	45
Cuadro 1.6. Comisiones de nombramiento y retribución en la legislación de las sociedades cotizadas españolas	47
Cuadro 1.7. Evolución de las recomendaciones sobre comisiones de nombramientos y retribuciones en los códigos de buen gobierno de España	55
Cuadro 1.8. Evolución de las recomendaciones sobre retribuciones de consejeros en los códigos de buen gobierno de España.....	58
Cuadro 1.9. Legislación y Códigos de Gobierno en España relativos a la retribución de los consejeros.....	63
Cuadro 2.2. Divergencias entre la teoría de la agencia y del servidor	92
Cuadro 2.3. Marcos teóricos en los que se ha desarrollado la investigación sobre remuneración de directivos.....	105

INTRODUCCIÓN

En los últimos años, la composición y el nivel de la retribución de los directivos ha suscitado gran atención por parte de académicos, la opinión pública, los medios de comunicación y las instituciones. Las críticas se dispararon durante la crisis financiera de 2008 porque parecía que, en algunos casos, los directivos habían sido excesivamente remunerados a pesar de que las empresas se enfrentaban a graves dificultades financieras (De Andres, Reig & Vallelado, 2018; Merino, Manzaneque-Lizano & Sánchez-Araque, 2020). Así, los ciudadanos tenían que sufrir grandes recortes en los derechos económicos y asistenciales mientras los sueldos de los directivos de las principales empresas seguían creciendo. En la actualidad, con cifras de inflación no vistas en este siglo, también parece que la pérdida de poder adquisitivo afecta de forma desigual a trabajadores y directivos (Institute for Policy Studies, 2022).

Los organismos reguladores también han expresado su preocupación por las indeseadas consecuencias de diseños retributivos inadecuados. En España, los legisladores afirman que las empresas incurren en una *“asunción imprudente de riesgos, por el diseño de sistemas de retribución inapropiados”* (Preámbulo I, Ley 31/2014, de 3 de diciembre, por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo).

Y es que el esquema de retribución de los directivos parece un problema de difícil consenso. Tradicionalmente, el importe de los emolumentos venía determinado por el tamaño de la empresa y estaba compuesto mayoritariamente por el salario. Posteriormente, como forma de alinear los intereses de los directivos con los accionistas, se fueron introduciendo las opciones sobre acciones (en inglés, stock options). Sin

embargo, ello dio lugar a que, en algunos casos, se dieran importantes sobrecompensaciones. Yermack (1997) ya advirtió que el reducido precio de las opciones sobre acciones en determinados tiempos de bonanza aportaba espectaculares beneficios patrimoniales a los ejercientes de esos derechos. Por ejemplo, en Tabacalera la fuerte revalorización de las acciones de la empresa tras la compra en 1997 de Havatampa provocó fuertes plusvalías por el ejercicio sobre derechos de opciones (EFE, La Vanguardia, 8-6-2007). Más recientemente, en 1998, el consejero delegado de Telefónica, Juan Villalonga obtuvo unas enormes plusvalías al ejercer derechos sobre opciones por valor de 21,4 millones de euros que se habían diseñado al mismo tiempo que Telefónica negociaba la creación de un conglomerado con la compañía MCI WorldCom (El Mundo, 16-6-2020). Estos casos, entre otros, generan serias dudas sobre la utilización de información privilegiada por parte de los ejecutivos que pudo haber disparado sus retribuciones finales.

Más aún, varios autores afirmaron que el inadecuado diseño de las retribuciones pudo contribuir a las quiebras bancarias de 2008 (Bebchuk, Cohen and Spamann, 2010). Por ejemplo, en 2009 el Royal Bank of Scotland, sufrió 3.600 millones de libras de pérdidas, pero el mismo año el equipo ejecutivo recibió 1.700 millones de libras en bonos e incentivos.

Pero la preocupación no solo ha tenido un fundamento económico sino también social: En las 350 empresas más grandes del mundo, la brecha entre el salario del director ejecutivo y el trabajador promedio se ha ampliado de 20:1 en 1965 a 278:1 en 2018 (Mishel & Wolfe, 2019). En esta línea, Brandes et al. (2008) evidenciaron la insatisfacción de los accionistas con las políticas de compensación gerencial, en concreto el 90% de los inversionistas institucionales creían que los ejecutivos corporativos estaban sobrepagados.

No obstante, en las últimas décadas, en el ámbito internacional ha crecido la presión para que las empresas adopten medidas de Responsabilidad Social y el ámbito de la retribución ejecutiva tampoco escapa a esta tendencia por lo que muchas empresas han incluido elementos de responsabilidad social empresarial (RSE) en el esquema de retribución directiva: el 43% de las empresas Fortune 500 incluyen la RSE como parte de la compensación gerencial, según el informe conjunto del Investor Responsibility Research Center y el Sustainable Investments Institute (2013).

En respuesta a estas inquietudes económicas y sociales, los mecanismos de control corporativo (comités de retribuciones, auditorías internas, informes de retribuciones) están en constante evolución, como demuestra el progreso que en todo el mundo se da en los códigos de gobierno corporativo. Así, la respuesta de los organismos reguladores se ha concretado en la adopción de políticas de gobernanza y retributivas más alineadas con los intereses económicos de los accionistas y las demandas sociales. Según Cuomo et al. (2016), desde 1992 se han publicado más de 354 Códigos de Buen Gobierno, siendo el pico de publicaciones de Códigos en 2009 y 2010, después de la crisis financiera mundial. A su vez, cada vez hay mayor demanda de información sobre las medidas concretas de RSE adoptadas por las empresas, buen ejemplo de ello en España es la Ley 11/2018 para la divulgación de la información no financiera. Sin embargo, la implementación de dichas políticas ha tenido que hacer frente a diversos obstáculos, tales como:

- El hecho de que las recomendaciones de los Códigos de buen gobierno no tengan fuerza imperativa legal, sino que incluyen cláusulas del tipo “cumple o explica” que deja margen de maniobra a las empresas

- Los CEOs ostentan un poder sobre los consejos de administración que les permite influir decisivamente sobre el diseño de su retribución

-La existencia de una inercia en la gobernanza empresarial que no favorece que se produzcan cambios drásticos sino evoluciones más sutiles.

En España los organismos reguladores y supervisores no han escatimado esfuerzos y especialmente el periodo comprendido entre diciembre de 2014 y febrero de 2015 se puede considerar como el periodo de mayores cambios en los esquemas retributivos de los consejeros.

En primer lugar, se aprobó la Ley 31/2014, para la mejora del gobierno corporativo que contempla, entre otras novedades, la comisión de nombramientos-retribuciones así como la aprobación de la política de remuneraciones de los consejeros por la Junta General. Poco después, se aprobó el Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas de 2015, con nuevas recomendaciones que incluían cláusulas malus y clawback. Además, el nuevo código establecía límites a las indemnizaciones por resolución de contrato, límites a la transferencia de propiedad de acciones de las empresas y recomendaba que los componentes variables de la retribución de los consejeros ejecutivos se vincularan con el rendimiento y la creación de valor.

Por ello, parece necesario realizar un análisis del impacto de estas medidas de gobierno sobre retribución ejecutiva con el objetivo de evaluar su eficacia en alcanzar la remodelación de los esquemas retributivos y la inclusión de objetivos de RSE, siendo éste el objetivo global de esta tesis aplicado al ámbito de las empresas cotizadas españolas.

Para alcanzar dicho objetivo, este proyecto de investigación se ha estructurado en 6 capítulos. Los dos primeros capítulos conforman el marco teórico de este proyecto de investigación, así:

El Capítulo 1. Normativa que regula la retribución del CEO y de los miembros del consejo de administración, presenta el marco regulador y los códigos de gobierno que

imperan en países con gran tradición en Códigos de Gobierno, como son el Reino Unido y EE.UU. Asimismo, en este apartado se revisa las iniciativas de la Comisión Europea en el ámbito de la retribución ejecutiva. Desde la publicación en 2003 de la Comunicación “Modernización del derecho de sociedades y mejora del gobierno corporativo en la Unión Europea—un plan para avanzar” la Comisión ha emitido directivas y recomendaciones, entre las que destaca la Recomendación 2009/385/CE y que constituyó la base de las recientes reformas legislativas y de códigos de gobierno que se han aprobado en el ámbito español. Finalmente se expone la evolución de los códigos de Buen Gobierno en España y las medidas legislativas aprobadas en relación a la retribución de los directivos de las sociedades de capital.

El *Capítulo 2. Marcos teóricos y evidencia empírica previa sobre la retribución a consejeros* está destinado a hacer una revisión profunda de la literatura, identificando los principales marcos teóricos desde los que se ha abordado el problema de la retribución de consejeros y presentando un resumen de los principales resultados obtenidos en los estudios de carácter empírico.

Para alcanzar el objetivo general de la tesis, se ha dividido el mismo en tres sub-objetivos que se abordan en los capítulos 3 a 5 y que constituyen las aportaciones originales de este trabajo de investigación:

- El primer sub-objetivo es hacer una profunda revisión de la literatura y recopilar las variables y medidas utilizadas en estudios empíricos previos, con el fin de realizar un análisis sistemático de las mismos, que ofrezca conclusiones sobre el marco teórico más validado y los constructos que están más relacionados con el objeto de nuestro análisis. Por ello, el *Capítulo 3. Meta-análisis de los factores determinantes de la retribución de consejeros* ofrece una visión de conjunto de

los resultados publicados previamente en revistas académicas de alto impacto relativos a la retribución ejecutiva. Mediante técnicas de meta-análisis se pretende dar una respuesta global a cómo ha evolucionado la composición de las retribuciones, qué impacto han tenido las medidas de buen gobierno o que sectores industriales presentan una evolución más favorable o en la dirección deseada, entre otras cuestiones. Este trabajo ha sido publicado, siendo sus datos de publicación:

Fabián Blanes, Cristina de Fuentes & Rubén Porcuna (2020). Executive remuneration determinants: New evidence from meta-analysis, *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 33:1, 2844-2866, DOI: 10.1080/1331677X.2019.1678503

- Como hemos comentado anteriormente, ante la extendida preocupación por la composición y volumen de retribución ejecutiva, en España la respuesta de los organismos reguladores se materializó en la Ley 31/2014 para la mejora del Gobierno Corporativo y el Código de Gobierno para empresas cotizadas aprobado en 2015. Sin embargo, no tenemos conocimiento de que se haya realizado ningún estudio sobre la eficacia de dicha reforma. Es por ello que creemos necesario arrojar luz sobre esta cuestión y el segundo sub-objetivo de esta tesis doctoral consiste en evaluar la eficacia de dicha reforma, así como analizar la influencia de los inversores institucionales, de gran peso en la estructura de propiedad de las sociedades cotizadas españolas en la implementación de la reforma y consiguiente modificación de las estructuras retributivas. *El Capítulo 4 Impacto de la reforma de gobierno del 2015 en la retribución de los consejeros en empresas cotizadas españolas*, presenta el estudio empírico con el que se pretende alcanzar este sub-

objetivo. Este trabajo se ha enviado a publicar a una revista de alto impacto científico y está en fase de revisión.

- El tercer sub-objetivo de esta tesis y que se aborda en el *Capítulo 5. Responsabilidad Social Corporativa y retribución de los consejeros ejecutivos: Evidencia sobre las empresas cotizadas españolas* intenta identificar si los, cada vez más relevantes, objetivos de RSE están siendo considerados en el diseño de la retribución ejecutiva. Este trabajo ha sido publicado, siendo sus datos de publicación:

Fabián Blanes, Cristina de Fuentes & Rubén Porcuna (2021). Corporate Social Responsibility and Managerial Compensation: Further Evidence from Spanish Listed Companies. *Sustainability*, 13, 7341. <https://doi.org/10.3390/su13137341>.

La tesis se cierra con el *Capítulo 6. Conclusiones* destinado a integrar, discutir, comparar y comentar los resultados de cada estudio para ofrecer conclusiones globales de la tesis doctoral. De especial relevancia en este capítulo será el relacionar los resultados globales ofrecidos por el meta-análisis con las conclusiones específicas de los capítulos que tienen una perspectiva nacional. Asimismo, se indican aquellas limitaciones más importantes de las que somos conscientes, que presentan los diversos estudios y que pueden condicionar los resultados obtenidos, así como se indican futuras líneas de investigación que darían continuidad al presente trabajo de investigación.

Para terminar, nos gustaría manifestar que es propósito y finalidad de esta tesis ayudar a comprender el comportamiento de las retribuciones de los directivos en las últimas de décadas. Esperamos poder aportar un mejor entendimiento del impacto y efectividad de las medidas, tanto legislativas como de gobernanza, para la revisión de su efectividad a la hora alinear los intereses de las corporaciones con el resto de la sociedad.

CAPÍTULO 1

NORMATIVA QUE REGULA LA RETRIBUCIÓN DEL CEO Y DE LOS MIEMBROS DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN

Durante las últimas dos décadas, y especialmente como consecuencia de la crisis financiera internacional del 2008, se ha tomado una mayor conciencia sobre la importancia de implementar medidas de buen gobierno. Esta toma de conciencia ha dado lugar, en un gran número de países, a un desarrollo normativo y de recomendaciones con el fin de proteger a los grupos de interés en las corporaciones. Además, varias instituciones internacionales han creado códigos y recomendaciones que sirvan de guía a cada país en el desarrollo de sus medidas de buen gobierno (e.g. OECD Principles of Corporate Governance, 2015; Corporate Governance Frameworks in Asia, 2018; Recomendación UE 2009/385/CE).

Por ello, se ha dedicado este capítulo a exponer, de forma resumida, las medidas de gobierno corporativo adoptadas en el ámbito de la Unión Europea y en aquellos países que pueden haber tenido una mayor influencia sobre el caso español, como es el caso de

EE.UU. y del Reino Unido. En particular, se van a exponer aquellas medidas que afectan al objeto de esta tesis doctoral, es decir, las retribuciones de CEOs y miembros ejecutivos del consejo de administración de las empresas cotizadas.

El presente capítulo sigue la siguiente estructura: En las dos primeras secciones se analizarán los marcos de regulación sobre los esquemas retributivos en EE.UU. y Reino Unido, al ser los dos países con mayor influencia en el ámbito internacional sobre regulación y códigos de buen gobierno. Ambos casos son de interés, además, porque reflejan formas diferentes de abordar esta cuestión. Así, en el caso de EE.UU. se ha recurrido a acciones legislativas o “hard law”, entre las que destacan las leyes Sarbanes-Oxley (2001) y Dodd-Frank (2010). Sin embargo, el Reino Unido ha mantenido el desarrollo de códigos de buen gobierno, cuyas recomendaciones se aplican bajo el principio de “cumplir o explicar”, también considerado como “soft law”.

A continuación, se expondrán las directivas, reglamentos y recomendaciones que ha aprobado la Unión Europea relativas a la retribución de directivos y consejeros de sociedades cotizadas y que explican, en gran medida, la evolución seguida en nuestro país respecto a esta materia. En este apartado se dedica especial atención a las recomendaciones 2009/385/CE y 2017/828 sobre el control de las retribuciones de los administradores de las sociedades cotizadas.

Finalmente se expone la evolución de los códigos de Buen Gobierno en España y las medidas legislativas aprobadas en relación a la retribución de los directivos de las sociedades de capital, así como la aplicación de los mimos.

1.1. MEDIDAS DE BUEN GOBIERNO RELATIVAS A LA RETRIBUCIÓN DE LOS CEOS Y CONSEJEROS EJECUTIVOS EN EE.UU.

En las dos últimas décadas, las principales reformas en la regulación de la retribución de directivos y ejecutivos de Estados Unidos se han realizado como reacción a acontecimientos de alto impacto económico, social y mediático: los grandes escándalos empresariales de principios de siglo y la crisis financiera global del 2008.

Como consecuencia a los escándalos financieros de repercusión internacional, en los que cabe destacar el denominado *Caso Enron*, la Ley Sarbannes-Oxley (SOX) aprobada en el año 2002, introdujo las cláusulas *clawback*, conocidas en España como cláusulas retroactivas o de reembolso. Así, la Ley SOX (art. 304) establece que tanto el órgano regulador bursátil, es decir, la *Securities and Exchange Commission* (SEC), como las sociedades cotizadas, pueden exigir al CEO y al CFO la devolución de la retribución variable, en caso de que la información contable y financiera reportada contenga inexactitudes o tenga que ser corregida. Así, en el artículo 306 se limita a los CEO y consejeros ejecutivos la capacidad de transferir, directa o indirectamente, acciones de las sociedades cotizadas, para evitar el uso de información privilegiada. Además, a raíz de importantes escándalos de préstamos vinculados, especialmente el caso Lay-Skilling en el que se utilizaron de manera ilegal 75 millones de dólares en préstamos personales para comprar acciones (Bastidas, 2007), la Ley SOX (art. 402), también estableció la prohibición a las sociedades cotizadas de otorgar créditos al personal ejecutivo de la empresa.

Posteriormente, el segundo gran hito de este siglo en materia de retribución a los miembros ejecutivos, es atribuible al gobierno del presidente Barack Obama, que elaboró la ley Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act en 2010, conocida

como Ley Dodd-Frank. Aunque la Ley Dodd-Frank (2010) se centra fundamentalmente en el control del sector financiero (principalmente en el ámbito hipotecario), los legisladores también introdujeron nuevas regulaciones en el diseño de la retribución ejecutiva. La SEC requirió a las sociedades que los sistemas retributivos estuvieran referenciados a objetivos de rendimiento empresarial, debiéndose reportar los nuevos paquetes retributivos que resultaran de la adaptación a estas nuevas recomendaciones.

Además, la Ley Dodd-Frank (2010) estableció las siguientes medidas relativas a la retribución de los ejecutivos:

- a) La obligación de informar de la ratio de las remuneraciones CEO-trabajador medio, con el objetivo de conocer cuántas veces es superior la retribución total del CEO respecto a la remuneración media de los empleados de las sociedades cotizadas (section 953b).
- b) Las sociedades cotizadas deben incluir directores independientes en los comités de remuneración (section 952a). Además, podrán contratar consultores externos que sirvan de apoyo tanto en el diseño salarial de los ejecutivos como en el control del proceso de retribución de los directivos y miembros del consejo (section 952b).
- c) Se introduce por primera vez en la legislación estadounidense la aprobación por parte de los accionistas de la retribución de los ejecutivos y del blindaje de contratos de directivos (section 951). Aunque dicha aprobación es no vinculante, se pretende que sirva de autocontrol a la hora de plantear retribuciones o contratos abusivos.

- d) Se desarrolla y amplían las cláusulas clawback, introducidas por la Ley SOX, puesto que el artículo 954 establece que todas las empresas que cotizan en bolsa adopten un plan de recuperación de la retribución variable basada en incentivos excesivos. En caso de no desarrollar los programas clawback, las sociedades cotizadas podrían ser eliminadas de las bolsas nacionales de valores (section 954).

Con el objetivo de desregularizar los mercados financieros y la retribución ejecutiva (Financial Times 10/06/2018), la administración Trump derogó (aunque parcialmente debido a la oposición demócrata) varios apartados de la ley Dodd-Frank, mediante la ley Economic Growth, Regulatory Relief and Consumer Protection Act de 2018. No obstante, los apartados eliminados o modificados fueron los referentes a la regulación bancaria, quedando intactos los relativos a las disposiciones de retribución ejecutiva. Actualmente no se prevé la alteración de la ley Dodd-Frank, dado que tras las elecciones legislativas de noviembre de 2018 el control de la Cámara de Representantes de Estados Unidos pasó a manos demócratas.

1.2. MEDIDAS DE BUEN GOBIERNO RELATIVAS A LA RETRIBUCIÓN DE LOS CEOS Y CONSEJEROS EJECUTIVOS EN REINO UNIDO

Tal y como señalan Aguilera y Cuervo-Cazurra (2009), la respuesta a los escándalos corporativos de BCCI, Polly Peck y Maxwell, hizo del Reino Unido el pionero indiscutible de las iniciativas de buen gobierno, publicando en 1992 el Informe Cadbury. El Informe Cadbury (1992) utilizaba la medida de “cumplir o explicar”, también conocida como “soft law”, que ofrece a las empresas una mayor flexibilidad a la hora de adaptarse

a las recomendaciones. Está dividido en tres partes relativas al consejo, auditoría y accionistas, y presentaba, entre otras, las siguientes propuestas innovadoras:

- Se debe evitar la dualidad presidencia del consejo y consejero ejecutivo principal, siendo preferible que ambos cargos recaigan en personas distintas.
- El consejo debe estar compuesto por una mayoría de consejeros independientes.
- El comité de auditoría debe incluir al menos tres consejeros no ejecutivos.
- El comité de remuneración debe estar compuesto por una mayoría de consejeros no ejecutivos.

Sin embargo, no es hasta el Informe del Comité Greenbury en 1995, que podemos encontrar medidas relativas a las retribuciones de administradores de sociedades cotizadas. Dichas medidas constituyeron un referente en la creación de códigos de gobierno corporativo en el resto del mundo (Conyon y Murphy, 2000) y entre las mismas cabe destacar:

- La divulgación completa del paquete salarial de cada ejecutivo (párrafos 5.2 y 5.3).
- La aprobación, por parte de los accionistas, de las políticas de retribución, conocida como cláusula “Say-on-Pay” (párrafos 5.28-5.32).
- La vinculación de la retribución del CEO y consejeros con el desempeño empresarial, de forma que se establezca un nivel necesario para "atraer, retener y motivar" al talento superior sin ser excesivo (párrafo 6.5).
- La moderación en la retribución relativa a los llamados *paracaídas de oro*, y en la compensación a los directores ejecutivos salientes, considerando en éstos últimos cuál ha sido su desempeño y las razones por las cuales se retiraron (párrafo 7.10).

En 1998 se creó el Comité Hamptel, cuya labor era revisar e integrar los informes Cadbury y Greenbury. Como resultado, en junio de ese mismo año se publicó el Código Combinado de Gobierno Corporativo (1998), de aplicación a todas las compañías cotizadas. Además de las recomendaciones incluidas en los dos anteriores informes se propone la divulgación de las remuneraciones, incluyendo las pensiones, de todos los miembros del consejo (párrafos 4.15 a 4.19).

Este Código Combinado (1998) sufrió, posteriormente, la revisión de la Comisión Higgs en el año 2003, entre cuyas recomendaciones más relevantes cabe destacar las siguientes:

- Al menos la mitad del consejo de administración, excluyendo el presidente, debe estar compuesto por consejeros no ejecutivos (párrafo 9.5).
- Dichos consejeros no ejecutivos deben reunirse al menos una vez al año en forma aislada para discutir el rendimiento de la sociedad (párrafo 8.8).
- Un consejero, preferentemente experimentado, esté a disposición de los accionistas para que puedan expresar cualquier inquietud o sugerencia (párrafos 7.4 a 7.5).
- Tanto el consejo como las accionistas deben asegurarse que los consejeros no ejecutivos poseen los conocimientos, la experiencia, las habilidades y el tiempo para llevar a cabo sus funciones con la debida diligencia (anexo G).

El Código Combinado tuvo dos revisiones posteriores en 2006 y en 2008, ésta última para incluir los requerimientos de la Unión Europea relativos a los comités de auditoría, no obstante, las reformas del código combinado de 2006 y 2008 no afectaron directamente a la retribución ejecutiva.

Junto a la revisión de 2010, el Código Combinado cambió su nombre por el de “UK Corporate Governance Code”. Los cambios incluyeron un formato revisado para dar consejos más claros sobre la composición del consejo. Además, se recomendó que todos los directores independientes de las empresas del FTSE 350 sean presentados para su reelección cada año, así como mejoras en la provisión de informes de gestión de riesgos.

Anticipándose a la Recomendación 2017/828/CE de la Unión Europea, la reforma del 2014 del UK Corporate Governance Code propuso una mayor implicación de inversores institucionales y gestores de activos en el desarrollo de estrategias y resultados a largo plazo, puesto que la contrastada falta de implicación, junto a la presión de los mercados de capitales habían conducido a la adopción de enfoques cortoplacistas con efectos negativos como, por ejemplo, el nivel subóptimo de inversiones en I+D. Además, se reformó la sección de retribuciones con la intención de vincular la retribución de los administradores de sociedades cotizadas con los resultados a largo plazo, debiendo dicha creación de valor ser visible y comprensible para los accionistas (art. 3g y 3h).

La última revisión, hasta la fecha, del UK Corporate Governance Code realizada por el Financial Reporting Council en 2018, persigue una mayor confianza en las relaciones con los stakeholders y propone que de las relaciones entre empresas, accionistas y partes interesadas surja una creación de valor a largo plazo y sostenible (introducción párrafos 2, 3 y 4), siguiendo el Marco del Consejo Internacional de Informes Integrados (International Integrated Reporting Council IIRC sección 2.2., 2013). Es destacable que el 2018 UK Corporate Governance Code también contiene una sección dedicada a la retribución de administradores de las sociedades, que resumimos a continuación:

- El consejo debe nombrar un comité de remuneración formado por directores no ejecutivos independientes, y constituido, como mínimo por tres miembros, o, en el caso de compañías más pequeñas, dos (Title 5, art. 32),
- El comité de remuneración debe tener como competencia la responsabilidad de determinar la política de remuneración del director ejecutivo y establecer la remuneración para el presidente, los directores ejecutivos y la alta gerencia (Title 5, art.33).
- La remuneración de los consejeros no ejecutivos debe determinarse de acuerdo con los estatutos o, alternativamente, por el consejo (Title 5, art.34).
- El comité de remuneración debe ser responsable de la designación de un asesor de remuneración, si es el caso. Se debe ejercer un juicio independiente al evaluar el asesoramiento de terceros externos y al recibir opiniones de los directores ejecutivos y la alta gerencia (Title 5, art. 35).
- Los esquemas de remuneración deben promover participaciones a largo plazo de los directores ejecutivos que apoyen la alineación con los intereses de los accionistas a largo plazo (Title 5, art.36).
- Los esquemas y políticas de remuneración deben permitir el uso de cláusulas clawback (Title 5, art.38).
- Solo el sueldo base debe ser pensionable (Title 5, art.38).
- Los períodos de contrato de los miembros del consejo de administración independientes deben ser de un año o menos. Si es necesario ofrecer períodos más largos a los nuevos directores reclutados fuera de la empresa, dichos períodos deben reducirse a un año o menos después del período inicial (Title 5, art.39).

- Al determinar la política y prácticas de remuneración del director ejecutivo, el comité de remuneración debe abordar lo siguiente: claridad, simplicidad, evitar recompensas excesivas y previsibilidad (Title 5, art.40).
- Debe de existir un informe anual del trabajo del comité de retribuciones (Title 5, art. 41).

En resumen, de lo expuesto anteriormente cabe destacar que las iniciativas para la mejora corporativa en el Reino Unido han sido continuas, primero con los informes Cadbury y Greenbury y posteriormente con el Código Británico de gobierno corporativo que continuó actualizándose hasta 2018. Además, siguiendo su tradición, siempre se ha optado por utilizar el instrumento de Recomendaciones, es decir de “cumplir o explicar”, también conocido como “soft law”. Por el contrario, en EE.UU. han predominado las iniciativas legislativas o “hard law” en materia de retribución ejecutiva, siempre englobadas en paquetes de medidas que tenían el objetivo de paliar las consecuencias de la crisis corporativa del 2000 y financiera del 2008.

Para finalizar este apartado, a continuación, se presenta el Cuadro 1.1. que recoge los documentos clave en materia de retribuciones tanto en EE.UU. como en el Reino Unido.

Cuadro 1.1. Medidas en materia de retribución de directivos y consejeros en Estados Unidos y Reino Unido.

Año	Documento	País	Cuestiones más relevantes
2002	<i>Ley Sarbannes-Oxley</i>	USA	Clausulas clawback, límites a transferencia de acciones y operación vinculadas
2010	<i>Ley Dodd-Frank</i>	USA	Ratio CEO:trabajador, directores independientes en comités de retribución, say-on-pay, ampliación de clawback
1992	<i>Informe Cadbury</i>	UK	Evitar dualidad CEO, consejo con mayoría independiente, comisión retributiva con mayoría no ejecutiva
1995	<i>Informe Comité Greenbury</i>	UK	Divulgación retributiva, say-on-pay, vinculación retribución con el desempeño empresarial, límites a indemnizaciones (paracaídas de oro)
1998	<i>Comité Hamptel</i>	UK	Revisión y fusión de los informes Cadbury y Greenbury
1998	<i>Código Combinado de Gobierno Corporativo</i>	UK	Desglose de remuneraciones y recomendaciones a inversores institucionales
2003	<i>Revisión Código Combinado (Comisión Higgs)</i>	UK	Consejo mayoritariamente independiente. Aptitud y experiencia de consejeros
2010	<i>Código británico de Gobierno Corporativo</i>	UK	Composición del consejo. Reelección anual de independientes
2014	<i>Código británico de Gobierno Corporativo (actualización)</i>	UK	Mayor implicación de inversores institucionales. Vinculación de resultados a creación de valor.
2018	<i>Código británico de Gobierno Corporativo (actualización)</i>	UK	Recomendaciones sobre el comité remuneración y alineación de retribuciones con intereses de accionistas

1.3. MEDIDAS DE BUEN GOBIERNO RELATIVAS A LA RETRIBUCIÓN DE LOS CEOS Y CONSEJEROS EJECUTIVOS EN LA UNIÓN EUROPEA

En el ámbito de la Unión Europea, los orígenes en materia de gobierno corporativo se remontan al británico Informe Cadbury (1992). Pero el impulso definitivo al desarrollo de medidas de buen gobierno tiene su origen en la sucesión de escándalos corporativos que se produjeron alrededor del cambio de siglo, tanto en EE.UU. (Enron, WorldCom, Xerox, Tyco o Global Crossing) como en la Unión Europea, que también sufrió graves debacles empresariales como las de FlowTex, One Telecom o Parmalat, entre otras.

La respuesta de la Unión Europea ante dichos escándalos se ha materializado en instrumentos con diferente rango de *enforcement* o cumplimiento: Así, encontramos directivas cuya transposición por los Estados Miembros implica instaurar medidas de obligado cumplimiento, como por ejemplo la Directiva 2007/36/CE para la protección de los derechos de los accionistas. Pero también la Unión Europea ha utilizado otros instrumentos no vinculantes como la Recomendación 2014/208/CE, sobre la calidad de los informes de gobierno corporativo. Adicionalmente, otras normas como la Directiva 2009/385/CE, referente al sistema de remuneración de los consejeros de las empresas cotizadas, dejan libertad a los Estados Miembros sobre el carácter obligatorio o voluntario de las medidas a adoptar, pero sí solicitan el cumplimiento de objetivos.

Desde una perspectiva histórica, un hito importante en el ámbito europeo lo constituye en 2003 la Comunicación COM/2003/0284 titulada *Modernización del derecho de sociedades y mejora del gobierno corporativo en la Unión Europea—un plan para avanzar*, que nace con el objetivo de reforzar los derechos de los accionistas y modernizar los consejos de administración. En dicha Comunicación se recogen iniciativas para el

funcionamiento de los comités de nombramiento, remuneración y auditoría. Además, se insiste en que:

“los accionistas deben poder apreciar plenamente la relación entre los resultados de la empresa y las remuneraciones de sus dirigentes, tanto previas como posteriores, y deberían poder decidir sobre los asuntos relacionados con las remuneraciones vinculados con el precio de las acciones.” (apartado 3.1. Gobernanza Empresarial Comunicación COM/2003/0284)

Para ello, se recomienda a la Unión Europea y a los organismos reguladores de los Estados Miembros que, en las acciones relativas al Derecho de sociedades, realicen un esfuerzo por implantar los siguientes instrumentos:

- Incluir información sobre la política de remuneraciones en las cuentas anuales.
- Incluir información sobre las remuneraciones individuales de los administradores en las cuentas anuales.
- La aprobación previa por la junta general de los sistemas que prevean la concesión de acciones o de opciones sobre acciones en los que participen los administradores.
- El reconocimiento oportuno de los costes de estos sistemas de incentivos en las cuentas anuales de la empresa.

El desarrollo de estos cuatro instrumentos se lleva a cabo en la Recomendación 2004/913/CE para promover un entorno óptimo de remuneración de los consejeros de sociedades cotizadas y en la Recomendación 2005/162/CE que se centra en el papel de los consejeros independientes y los comités del consejo de administración que puedan actuar como órganos supervisores. Asimismo, se señala la necesidad de que los accionistas voten de forma obligatoria o consultiva las políticas retributivas de las

sociedades cotizadas y que la comisión de remuneraciones tuviese mecanismos efectivos para ejercer labores de supervisión y consulta.

Posteriormente, la Directiva 2007/36/CE establece que los derechos de los accionistas deben ser el eje central de las políticas en materia de gobierno corporativo. Por ello, las sociedades cotizadas deberían facilitar el ejercicio de los derechos de los accionistas y la transparencia de inversores institucionales, gestores de activos y *asesores proxy* (entidades que prestan servicios de asesoramiento de voto en juntas de accionistas). Asimismo, la Directiva establece que los accionistas debían recibir una notificación 21 días antes de las reuniones, que debían facilitarse los votos por medios electrónicos y que un umbral no superior al 5% de los accionistas debe poder presentar resoluciones en las reuniones. Además, el Capítulo II trataba la remuneración de los directores y las transacciones con partes relacionadas.

Pero es sin duda, la Recomendación 2009/385/CE la que presenta el mayor avance comunitario en materia de remuneración de consejeros y directivos de sociedades cotizadas. El Cuadro 1.2 recoge las principales novedades de dicha Recomendación:

Cuadro 1.2. Principales novedades de la Recomendación 2009/385/CE

Medidas	Recomendaciones
Vincular la retribución variable de consejeros y directivos con la creación de valor a largo plazo de la empresa.	<ul style="list-style-type: none"> a) Los consejeros no ejecutivos no deben recibir retribuciones en acciones b) La remuneración en acciones debe estar condicionado a la evolución de la cotización en el largo plazo. c) Establecimientos de cláusulas ClawBack d) Limitar las indemnizaciones por cese de directivos (evitar paracaídas de oro)
Herramientas para facilitar el control de la retribución de directivos y consejeros	<ul style="list-style-type: none"> a) Estructura de los paquetes retributivos comprensible para los accionistas b) Fomento de participación de accionistas en juntas generales
Funciones y composición del comité de remuneraciones	<ul style="list-style-type: none"> a) Uno de los miembros ha de tener conocimientos y experiencia en materia de política de remuneración b) Si se usan los servicios de una empresa consultora sobre sistemas de remuneración, ésta no debe asesorar a ningún departamento de la empresa asesorada incluyendo la dirección c) Informar a los accionistas del ejercicio de sus funciones y ha de asistir para este fin a la asamblea general anual de la empresa

La UE consideró que la crisis financiera había contribuido a poner de manifiesto la cada vez mayor complejidad de las estructuras de remuneración y su dificultad de interpretación por los accionistas (Recomendación 2009/385/CE, Preámbulo). Además, se advertía sobre el carácter cortoplacista de los incentivos, que perdía de vista el objetivo de la creación de valor a largo plazo en las sociedades. También señaló que las remuneraciones ejecutivas en el área de la UE habían resultado excesivas y no guardaban la debida correlación con los resultados obtenidos por las sociedades, sobre todo desde la crisis financiera.

En consecuencia, dicha Recomendación indica que es preciso poner límites a las remuneraciones de consejeros y directivos además de vincularlas a la creación de valor

sostenible y a largo plazo. Para ello considera que a la hora de establecer el esquema de retribuciones se sigan los siguientes principios:

- A fin de garantizar su independencia y su labor de supervisión, los consejeros no ejecutivos no deben recibir retribuciones en acciones (sección 4.4).
- La remuneración en acciones debe estar condicionada a la evolución de la cotización en el largo plazo (sección 3.2).
- Establecimientos de cláusulas clawback, es decir esperar entre 3 y 5 años para ver si se han cumplido las condiciones de rendimiento establecidas y en caso contrario exigir el retorno de los incentivos (sección 3.4).
- Limitar las indemnizaciones por cese de directivos (evitar paracaídas de oro), puesto que pueden representar una recompensa del fracaso en lugar de la función esencial que es la de ser una red de seguridad en caso de terminación anticipada de un contrato (sección 3.5).

Además, la Recomendación 2009/385/CE indica en el preámbulo 1 que, para poder vincular la retribución variable de consejeros y directivos con la creación de valor a largo plazo de la empresa, es necesario que los accionistas puedan ejercer el control de la retribución de directivos y consejeros. Para ello, la estructura de los paquetes retributivos debe ser clara y comprensible para los accionistas. Además, para reforzar la labor de supervisión, se debe fomentar la participación de accionistas en Juntas Generales.

Asimismo, la Recomendación 2009/385/CE, complementando la Recomendación 2005/162/CE, también refuerza el papel de los comités de remuneraciones incidiendo en que deben tener al menos un miembro con conocimientos y experiencia en materia de retribuciones. Se recomienda además que se informe a los accionistas del ejercicio de sus

funciones y asistir para este fin a la asamblea general anual de la empresa. En ocasiones, el comité de remuneraciones puede recurrir a usar los servicios de una empresa consultora sobre sistemas de remuneración, en cuyo caso la Unión Europea sugiere que, para evitar conflictos de intereses, la consultora contratada no debe asesorar a ningún otro departamento de la empresa asesorada, incluyendo la dirección (sección 9.2).

No obstante, la Comisión Europea consideró que, además de las propuestas planteadas para las sociedades cotizadas, era necesario incrementar los esfuerzos en las instituciones financieras. Con este fin se publicó el *Libro Verde sobre el gobierno corporativo en las entidades financieras y las políticas de remuneración* (COM 2010/286) en junio del 2010, donde la Comisión advertía (introducción páginas 2 y 3) que la crisis financiera había llevado a las autoridades e instituciones públicas de todo el mundo a preguntarse por la robustez de las entidades financieras y si su sistema de regulación era adecuado contando con la supervisión correcta, dada la innovación financiera constante que se daba en un mundo globalizado.

Continuando con la labor de reflexión y base para futuras recomendaciones que tienen los libros verdes de la Comisión, se publica en 2011 el *Libro Verde sobre la gobernanza en la UE* (COM/2011/164) en el que se consultó a los Estados miembros sobre algunas cuestiones relativas a la retribución de directivos como, por ejemplo, los problemas ocasionados por las opciones sobre acciones para directivos y su tratamiento fiscal, si debían prohibirse los paracaídas de oro o reforzar el papel de los accionistas en el diseño de las políticas retributivas.

Posteriormente, la Directiva 2013/34/UE y su modificación por la Directiva 2014/95/UE, supuso un impulso en el ámbito de la información no financiera puesto que requería reportar las políticas de diligencia empresarial y los resultados de dichas políticas. En ellas también se aborda el desglose de la retribución ejecutiva.

El siguiente hito en materia de gobernanza empresarial lo constituye la Directiva 2017/828/CE por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas. En el preámbulo de la nueva Directiva se constata que, a raíz de la crisis de 2008, los inversores institucionales y los gestores de activos descuidan el buen gobierno de las sociedades cotizadas, lo que desemboca en comportamientos cortoplacistas y una asunción excesiva de riesgos. Este comportamiento cortoplacista, además de descuidar la supervisión del consejo de administración, pone en riesgo el desarrollo de la I+D en la sociedad, puesto que se requiere de una visión más enfocada al largo plazo para obtener la rentabilidad de las inversiones en innovación e investigación. Además, si los inversores presionan para la obtención de resultados a corto plazo, resultarán inefectivas las medidas planteadas para el establecimiento de sistemas retributivos de consejeros y alta dirección y su posterior control por la junta directiva.

Por ello, con el objetivo de que los inversores se impliquen en garantizar la sostenibilidad y la rentabilidad a largo plazo de las sociedades cotizadas, la Directiva 2017/828/CE incluye seis bloques de medidas:

- 1) Identificación de los accionistas: el primer paso para la implicación de los socios es su identificación. Puesto que suele suceder que el accionariado se esconde detrás de complejas cadenas de intermediarios, la Comisión insta a los inversores institucionales a identificarse ante las Sociedades que deberán tener acceso a los datos de su accionariado relevante (artículo 3 bis).
- 2) Facilitar a los socios el ejercicio de sus derechos: para lo que se dispone que los inversores institucionales o intermediarios deben implicarse en facilitar a los

accionistas el ejercicio de sus derechos, especialmente participar y votar en las juntas. Si el voto fuese electrónico las sociedades tienen que emitir una confirmación electrónica de la recepción del voto (artículo 3 quater).

- 3) Fomento de la participación y transparencia de i) los inversores institucionales, es decir, las empresas que realicen actividades de seguro de vida o de reaseguro, y los fondos de pensiones de empleo, y ii) los gestores de activos, es decir aquellos que realizan actividades de gestión de cartera incluyendo los fondos de inversión alternativos (Directiva 2017/828). La directiva insiste en que es frecuente en inversores institucionales y gestores la falta de implicación en la sostenibilidad a largo plazo de las sociedades cotizadas. Se insta a que cada estado regule su participación en las sociedades anónimas cotizadas para lo cual deben publicar su política de implicación y anualmente reportar su aplicación efectiva, explicando al detalle su papel en las juntas generales (artículo 3 octies).

Siguiendo el principio de cumplir o explicar, los inversores institucionales y los gestores de activos deberán explicar el incumplimiento de los principios manifestados en la política de implicación publicada.

- 4) Fomento de calidad y transparencia de los *proxy advisors*, es decir, firmas que asesoran el voto a los accionistas en las juntas. Dada su creciente influencia, la directiva recomienda a cada Estado que regule mediante un código de conducta sus actividades. Deberán así mismo, cumplir o explicar el seguimiento del código de conducta establecido por los organismos reguladores. Además, los *proxy advisors* deben informar anualmente de la metodología de sus asesoramientos y justificar de sus recomendaciones de voto (artículo 3 undecies).

5) La Directiva 2017/828 supone un impulso adicional a la Directiva 2009/385/CE en el área de control de las retribuciones de los administradores de las sociedades cotizadas. Según el considerando 28, la remuneración es un instrumento esencial para vincular los intereses de los accionistas con los de sus consejeros y directivos por lo que resulta vital, que la política de remuneración de las sociedades esté determinada de manera que los accionistas puedan expresar sus puntos de vista respecto de la política retributiva de la sociedad.

Siguiendo la reflexión del Libro Verde sobre Gobierno Corporativo en 2011, se recomienda en el Considerando 29 que los socios voten en las juntas de forma vinculante o consultiva sobre el contenido de la política retributiva de las sociedades cotizadas. Se insiste en que la política retributiva esté vinculada al rendimiento a largo plazo de las sociedades cotizadas evitando esquemas retributivos referenciados al corto plazo.

También influyó el anteriormente mencionado Libro Verde en el Considerando 31 de la Directiva 2017/828. Se recomienda que el informe de remuneración sea aprobado por la junta de accionistas. Este informe debe ser claro y comprensible y debe desglosar todos los conceptos retributivos percibidos por los administradores de las sociedades cotizadas. Si se diera el caso de voto negativo, la sociedad explicará en el informe anual posterior cómo se ha asumido dicho voto en contra y qué medidas se han tomado al respecto. Además, el informe debe ser publicado en la página web de la sociedad, pudiendo ser publicado también por otros medios como, por ejemplo, parte del informe de gobierno corporativo o del informe íntegro. Asimismo, se recomienda que se informe sobre la retribución percibida por cualquier empresa perteneciente al grupo.

- 6) Transparencia con partes vinculadas. Dado que puede ser una vía de retribución y/o financiación de accionistas mayoritarios, consejeros o directivos, la Directiva insta a que los Estados establezcan procedimientos que evalúen el potencial riesgo y perjuicio de estas operaciones.

A continuación, el Cuadro 1.3. resume las medidas más importantes en materia de retribuciones adoptadas en el marco de la Unión Europea:

Cuadro 1.3. Principales medidas de la UE en materia de retribución ejecutiva

Documento	Cuestiones más importantes
Comunicación COM/2003/0284	Reforzar los derechos de los accionistas y modernizar los consejos de administración.
Recomendación 2004/913/CE	Promover un entorno óptimo de remuneración de los consejeros de sociedades cotizadas
Recomendación 2005/162/CE	Papel de los consejeros independientes y los comités del consejo de administración para actuar como órganos supervisores.
Recomendación 2007/36/CE	Facilitar el ejercicio de los derechos de los accionistas y la transparencia de inversores institucionales, gestores de activos y asesores proxy
Recomendación 2009/385/CE	Consejeros no ejecutivos no deben recibir retribuciones en acciones, remuneración en acciones vinculada a la cotización a L/P, cláusulas clawback, límite indemnizaciones, say-on-pay law
Libro Verde sobre la gobernanza en la UE (COM/2011/164)	Consulta a los Estados miembros sobre cuales debían ser las nuevas medidas vinculantes y no vinculantes para las sociedades cotizadas
Directiva 2014/95/UE	La información no financiera requiere reportar las políticas de diligencia empresarial y los resultados de dichas políticas.
Directiva 2014/208/CE	Directrices para la calidad de los informes de gobierno corporativo.
Directiva 2017/828/CE	Medidas para el fomento de la implicación a largo plazo de inversores y protección de los derechos de los accionistas

Del análisis de las medidas adoptadas por la UE, cabe concluir que la UE ha mostrado su preocupación constante por la gobernanza empresarial y se ha convertido en pionera de la regulación de las retribuciones ejecutivas para que acompañen en mayor medida la evolución de las empresas.

1.4. MEDIDAS DE BUEN GOBIERNO RELATIVAS A LA RETRIBUCIÓN DE LOS CEOS Y CONSEJEROS EJECUTIVOS EN ESPAÑA

Esta sección está destinada a revisar, brevemente, el marco legislativo y los códigos de buen gobierno aprobados en el ámbito español durante las tres últimas décadas. Puesto que el ámbito y el grado de aplicación son diferentes, hemos creído conveniente dedicar un apartado al marco legislativo y otro a los códigos de buen gobierno. Así, por un lado, se aborda la evolución legislativa, cuyo ámbito de aplicación son las sociedades de capital descritas en la norma jurídica y que son de obligatorio cumplimiento. Al tener rango de ley, todas las empresas deben cumplirla, por lo que este tipo de instrumentos son conocidos por los términos *hard law*, en inglés.

Por otro lado, el siguiente apartado está dedicado a los códigos de buen gobierno, cuyo ámbito de aplicación son las sociedades cotizadas y que siguen el principio de “cumplir o explicar” por el que las empresas involucradas, si no siguen las recomendaciones establecidas en el código, deben explicar los motivos en el documento público correspondiente, para que las partes interesadas puedan conocer las razones.

A continuación, siguiendo la evolución temporal, se comentan los principales textos legislativos y códigos en el ámbito español.

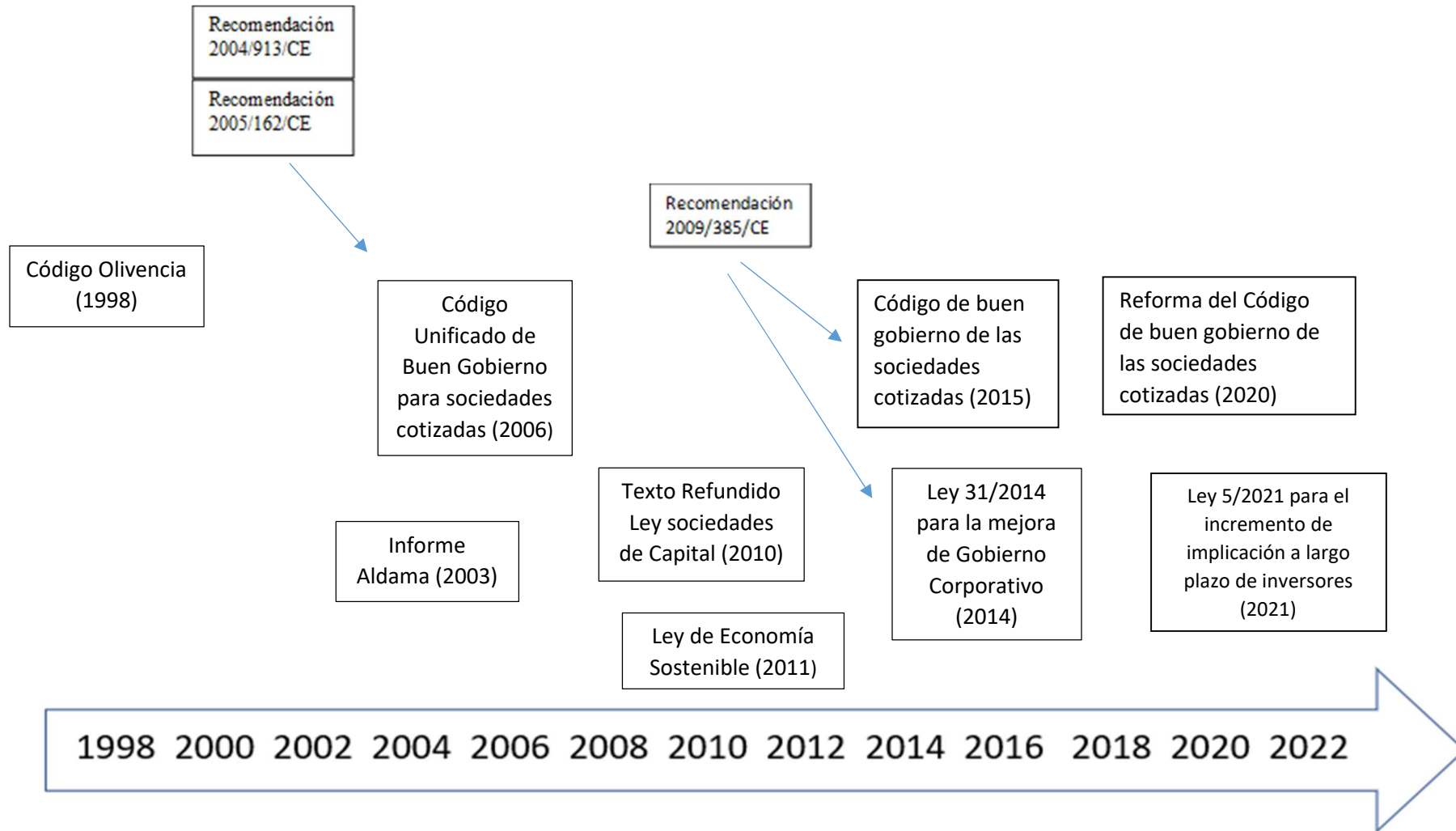
1.4.1. Legislación sobre la retribución ejecutiva en España

La regulación de la retribución de la alta dirección y consejeros de las sociedades cotizadas en España durante gran parte del siglo XX recayó en la Ley de Sociedades Anónimas de 1951, siendo su artículo 74 la única disposición relativa a la retribución de los administradores, que requería su especificación en los estatutos (artículo 74 LSA 1951). Dicha disposición se mantuvo en el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas de 1989 (artículo 130).

Adicionalmente, la Ley Nacional de Mercado de Valores de 1988 también contenía disposiciones relativas a la retribución de consejeros y directivos (disposiciones adicionales 15ª y 16ª). Dicha Ley se modificó por la Ley 55/1999 de 29 de diciembre de medidas fiscales, administrativas y del orden social, añadiendo preceptos (disposición adicional decimoséptima) que regulaban el pago a administradores mediante acciones o derechos de acciones.

Al igual que ocurre en otras esferas económicas, en el ámbito del gobierno corporativo la legislación española responde, en muchas ocasiones, a los mandatos de la Unión Europea. Así, la Figura 1.1. tiene por objetivo ilustrar la transposición de las Directivas europeas a la legislación española y exponer cronológicamente la evolución tanto de la legislación retributiva como de los Códigos de Buen Gobierno en España:

Figura 1.1. Legislación retributiva y Códigos de Buen Gobierno en España



La regulación dispersa existente se concentró en el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital (en adelante, LSC 2010). La novedad principal que presenta en sus artículos (217, 218 y 219), es que se limita la retribución que consista en participación de beneficios o remuneración mediante entrega de acciones. Además, el artículo 260, describe el contenido de la memoria, indicando que debe figurar en ésta el contenido de sueldos, dietas y remuneraciones de cualquier tipo por el personal de la alta dirección y miembros del órgano de administración. Con ello se incorpora a un instrumento legal obligatorio las Recomendaciones 35 y 40 del Código Unificado de Buen Gobierno de las sociedades cotizadas (Código, 2006) que instaban a las sociedades cotizadas a que fueran transparentes respecto a la política retributiva de los consejeros.

Posteriormente, la Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible incluyó, entre sus objetivos, la aplicación de las recomendaciones de los principios de buen gobierno corporativo que emanaban de los organismos internacionales, principalmente de la UE. Así, el artículo 27 establecía que las sociedades cotizadas debían incrementar la transparencia en relación a la remuneración de consejeros y altos directivos. En el capítulo VI de la citada Ley se estableció la obligación de hacer público, anualmente, un informe anual de gobierno corporativo y un informe anual sobre remuneraciones de consejeros.

Como consecuencia del Plan Nacional de Reformas de 2013 se aprobó la creación de una comisión de expertos para mejorar la gobernanza empresarial, haciendo especial hincapié en la retribución de los administradores de las sociedades cotizadas. Fruto del trabajo de esa comisión se aprobó la Ley 31/2014 de 3 de diciembre, por la que se modifica el Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital de 2010, para la mejora del gobierno corporativo. En el Cuadro 1.5. se recogen las novedades más importantes en materia retributiva que presentan los últimos cambios legislativos aprobados en el ámbito español.

Cuadro 1.5. Legislación en materia de retribución de administradores de las sociedades cotizadas

<p align="center">Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital (RD 1/2010, de 2 de julio)</p>	<p align="center">Ley 31/2014, 3 de diciembre, por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo</p>
<p>Artículo 218. En la sociedad anónima cuando la retribución consista en una participación en las ganancias, solo podrá ser detrída de los beneficios líquidos y después de estar cubiertas las atenciones de la reserva legal y de la estatutaria y de haberse reconocido a los accionistas un dividendo del cuatro por ciento, o el tipo más alto que los estatutos hubieran establecido</p> <p>Artículo 219. En la sociedad anónima la retribución consistente en la entrega de acciones o de derechos de opción sobre las mismas o que esté referenciada al valor de las acciones deberá preverse expresamente en los estatutos, y su aplicación requerirá un acuerdo de la junta general</p>	<p>Artículo 217. 2. El sistema de remuneración establecido determinará el concepto o conceptos retributivos a percibir por los administradores. 3. El importe máximo de la remuneración anual del conjunto de los administradores deberá ser aprobado por la junta general y permanecerá vigente en tanto no se apruebe su modificación. 4. La remuneración de los administradores deberá promover la rentabilidad y sostenibilidad a largo plazo de la sociedad e incorporar las cautelas necesarias para evitar la asunción excesiva de riesgos y la recompensa de resultados desfavorables</p> <p>Artículo 218. Remuneración mediante participación en beneficios. En la sociedad anónima, la participación solo podrá ser detrída de los beneficios líquidos y después de estar cubiertas las atenciones de la reserva legal y de la estatutaria y de haberse reconocido a los accionistas un dividendo del cuatro por ciento del valor nominal de las acciones o el tipo más alto que los estatutos hayan establecido.</p> <p>Artículo 219. En la sociedad anónima, cuando el sistema de remuneración de los administradores incluya la entrega de acciones o de opciones deberá preverse expresamente en los estatutos sociales y su aplicación requerirá un acuerdo de la junta general que deberá incluir el número máximo de acciones que se podrán asignar en cada ejercicio a este sistema de remuneración, el precio, valor de las acciones y el plazo de duración del plan</p>
<p>260. Novena.– La memoria deberá contener el importe de los sueldos, dietas y remuneraciones de cualquier clase devengados en el curso del ejercicio por el personal de alta dirección y los miembros del órgano de administración</p>	<p>260. Novena.– La memoria deberá contener el importe de los sueldos, dietas y remuneraciones de cualquier clase devengados en el curso del ejercicio por el personal de alta dirección y los miembros del órgano de administración</p> <p>Artículo 529.8.1. La remuneración de los consejeros por el desempeño de las funciones ejecutivas se ajustará a la política de remuneraciones de los consejeros, que necesariamente deberá contemplar la cuantía de la retribución fija anual y su variación en el periodo al que la política se refiera, los distintos parámetros para la fijación de los componentes variables y los términos y condiciones principales de sus contratos comprendiendo, en particular, su duración, indemnizaciones por cese anticipado o terminación de la relación contractual y pactos de exclusividad, no concurrencia post-contractual y permanencia o fidelización</p>

Nota: Cambios resaltados en negrita

Cuadro 1.5. Legislación en materia de retribución de administradores de las sociedades cotizadas (cont.)

<p>Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital (RD 1/2010, de 2 de julio)</p>	<p>Ley 31/2014, 3 de diciembre, por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo</p>
	<p>Artículo 529.8.2. Corresponde al consejo de administración fijar la retribución de los consejeros por el desempeño de funciones ejecutivas y los términos y condiciones de sus contratos con la sociedad de conformidad con lo dispuesto en el artículo 249.3 y con la política de remuneraciones de los consejeros aprobada por la junta general</p> <p>Artículo 529 novodecies. Aprobación de la política de remuneraciones de los consejeros.</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. La política de remuneraciones de los consejeros se ajustará en lo que corresponda al sistema de remuneración estatutariamente previsto y se aprobará por la junta general de accionistas al menos cada tres años como punto separado del orden del día. 2. La propuesta de la política de remuneraciones del consejo de administración deberá acompañarse de un informe específico de la comisión de nombramientos y retribuciones. Ambos documentos se pondrán a disposición de los accionistas en la página web de la sociedad. 3. La política de remuneraciones de los consejeros así aprobada mantendrá su vigencia durante los tres ejercicios siguientes a aquel en que haya sido aprobada por la junta general. Cualquier modificación o sustitución de la misma durante dicho plazo requerirá la previa aprobación de la junta general de accionistas. 4. En caso de que el informe anual sobre remuneraciones de los consejeros fuera rechazado en la votación consultiva de la junta general ordinaria, la política de remuneraciones aplicable para el ejercicio siguiente deberá someterse a la aprobación de la junta general previo a su aplicación, aunque no hubiese transcurrido el plazo de tres años anteriormente mencionado. Se exceptúan los supuestos de la política de remuneraciones aprobados en esa misma junta general ordinaria. 5. Cualquier remuneración que perciban los consejeros será acorde con la política de remuneraciones de los consejeros vigente en cada momento, salvo las remuneraciones que expresamente haya aprobado la junta general de accionistas.

Nota: Cambios resaltados en negrita

Tal y como podemos observar en el Cuadro 1.5, la Ley 31/2014 (art. 529) supone un gran avance respecto al TRLSC del 2010, en el ámbito de la retribución de los administradores de las sociedades cotizadas en España hasta la fecha. En concreto:

- Se establecen pautas que guían la remuneración por el desempeño de las funciones ejecutivas.
- Además, siguiendo los pasos de la Ley de Economía Sostenible, se confirma la exigencia del Informe Anual de Retribuciones de forma simultánea al Informe Anual de Gobierno Corporativo, y que dicho informe se someta a votación, con carácter consultivo y como punto separado del orden del día en la junta general ordinaria de accionistas.
- Se establece por primera vez en la legislación española la necesaria aprobación por parte de la junta general de la política de retribuciones establecida por el Consejo, indicando que debe aprobarse por la junta general de accionistas al menos cada tres años como punto separado del orden del día. En caso de que el informe anual sobre remuneraciones de los consejeros fuera rechazado en la votación consultiva de la junta general ordinaria, la política de remuneraciones aplicable para el ejercicio siguiente deberá someterse a la aprobación de la junta general previo a su aplicación, aunque no hubiese transcurrido el plazo de tres años.

Además, la Ley 31/2014 también incluyó algunos aspectos relativos a las comisiones de nombramiento y retribución, recogidas en el Cuadro 1.6., que aparece a continuación:

Cuadro 1.6. Comisiones de nombramiento y retribución en la legislación de las sociedades cotizadas españolas

Texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (RD 1/2010, de 2 de julio)	Ley 31/2014, 3 de diciembre, por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo
	<p>Artículo 529.15 1. La comisión de nombramientos y retribuciones estará compuesta exclusivamente por consejeros no ejecutivos nombrados por el consejo de administración, dos de los cuales, al menos, deberán ser consejeros independientes. El presidente de la comisión será designado de entre los consejeros independientes que formen parte de ella.</p> <p>2. Los estatutos de la sociedad o el reglamento del consejo de administración, de conformidad con lo que en aquellos se disponga, establecerán el número de miembros y regularán el funcionamiento de la comisión, favoreciendo la independencia en el ejercicio de sus funciones.</p> <p>3. La comisión de nombramientos y retribuciones tendrá, como mínimo, las siguientes:</p> <ul style="list-style-type: none">a) Evaluar las competencias, conocimientos y experiencia necesarios en el consejo de administración.b) Establecer un objetivo de representación para el sexo menos representado en el consejo de administración y elaborar orientaciones sobre cómo alcanzar dicho objetivo.c) Elevar al consejo de administración las propuestas de nombramiento de consejeros independientes para su designaciónd) Informar las propuestas de nombramiento de los restantes consejeros para su designación o para su sometimiento a la decisión de la junta general de accionistas.e) Informar las propuestas de nombramiento y separación de altos directivos y las condiciones básicas de sus contratos.f) Examinar y organizar la sucesión del presidente del consejo de administración y del primer ejecutivo de la sociedadg) Proponer al consejo de administración la política de retribuciones de los consejeros y de los directores generales <p>4. Lo dispuesto en este artículo se aplicará en lo que proceda en el caso de que los estatutos o el reglamento del consejo de administración opten por establecer separadamente una comisión de nombramientos y otra de retribuciones.</p>

Nota: Cambios resaltados en negrita

Como muestra el cuadro 1.6, la comisión de nombramientos y retribuciones no tenía ningún artículo dedicado en el Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital de 2010, regulándose, por primera vez en la legislación española, mediante la Ley 31/2014 para la mejora de gobierno corporativo.

Se establece, en el artículo 529.15, que dos de sus miembros, al menos, deberán ser consejeros independientes. El presidente de la comisión será designado de entre los consejeros independientes que formen parte de ella. Las funciones de la comisión también se regulan, siendo las funciones principales:

1. Evaluar las competencias, conocimientos y experiencia necesarios en el consejo de administración
2. Establecer un objetivo de representación para el sexo menos representado en el consejo de administración
3. Trasladar al consejo de administración las propuestas de nombramiento de consejeros independientes para su designación
4. Proponer al consejo de administración la política de retribuciones de los consejeros y de los directores generales

Por último, cabe mencionar que la última iniciativa en materia de regulación de retribuciones se engloba dentro de la publicación obligatoria de información no financiera, impulsada por la Directiva 2013/34/UE. Esta directiva, posteriormente modificada por la Directiva 2014/95/UE se ha transpuesto en España mediante la Ley 11/2018 de 28 de diciembre, según la cual el contenido de la información no financiera que se debe reportar se divide en bloques medioambientales, sociales y relativas al personal, derechos humanos, lucha contra la corrupción y soborno, sociedad.

La Ley 11/2018 también especifica que, en materia de retribuciones, que las empresas con tamaño superior a 500 empleados deberán reportar:

1. las remuneraciones medias y su evolución, desagregados por sexo, edad y clasificación profesional; brecha salarial.
2. la remuneración de puestos de trabajo iguales o de media de la sociedad
3. la remuneración media de los consejeros y directivos, incluyendo la retribución variable, dietas, indemnizaciones
4. el pago a los sistemas de previsión de ahorro a largo plazo y cualquier otra percepción desagregada por sexo, implantación de políticas de desconexión laboral, empleados con discapacidad

Para finalizar este apartado, es necesario mencionar que para la transposición de la Directiva 2017/828, se ha aprobado la Ley 5/2021, de 13 de abril, por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas, orientada a evitar estrategias de inversión cortoplacistas al mismo tiempo que fomenta objetivos no financieros, como el bienestar de los empleados, la implicación en la defensa del medio ambiente, así como la continuidad y viabilidad empresarial en el largo plazo de las empresas participadas. Además, también contempla las siguientes medidas:

a) Los asesores de votos o *proxy advisors*, deben obligatoriamente, publicar el código de conducta que apliquen. Además, deben de emitir un informe anual mediante el cual sus clientes estén debidamente informados acerca de sus investigaciones y los criterios por lo que se aplican las recomendaciones de voto, debiendo de informar de cualquier conflicto de intereses que pudieran tener en las recomendaciones.

- b) Identificación de los accionistas de las sociedades anónimas, derecho a la identificación de accionistas, tanto a los accionistas formales, como a los beneficiarios últimos.
- c) Respecto a las decisiones Say on Pay, en la junta los accionistas podrán decidir ahora con un acceso al informe anual de remuneraciones, cuyo contenido pasa a ser más detallado, aumentado su capacidad de decisión sobre partidas desglosadas.
- d) Los consejeros de las sociedades cotizadas deberán ser personas físicas.
- e) La ley introduce las acciones de lealtad con voto adicional, permitiendo a las sociedades cotizadas contemplarlas en sus estatutos sociales. De esta forma, los accionistas que hayan mantenido relación durante un periodo de tiempo mínimo de dos años tengan votos adicionales por acción.

Es por ello que actualmente los informes de remuneraciones son más completos y detallados.

1.4.2. Evolución de los Códigos de Buen Gobierno en España

1.4.2.1. El Código Olivencia y el Informe Aldama

Siguiendo la estela del informe Cadbury, el Consejo de Ministros en 1997 encargó a la Comisión Olivencia la redacción de un informe sobre los consejos de administración de las sociedades cotizadas y un código ético de buen gobierno de cumplimiento voluntario por estas sociedades. El encargo tenía la directriz fundamental de ser un código de “cumplir o explicar” y se debían evitar las iniciativas legislativas o imperativas.

Finalmente, la comisión publicó su informe en 1998, denominado Código Olivencia, que contenía dos partes, en la primera se analizaba la problemática de los consejos, y en una segunda parte se formulaba el código con 23 recomendaciones.

La respuesta al código fue escasa y las sociedades cotizadas, que no estaban acostumbradas a la presión no imperativa, no contestaron como se esperaba, siendo la recomendación 15 relativa a la transparencia en relación a la política de remuneraciones de los consejeros la menos aplicada (Informes sobre el grado de asunción del Código Olivencia, CNMV, ejercicios 1999-2001).

El escaso grado de cumplimiento del Código Olivencia generó en España la necesidad de impulsar el gobierno corporativo de una manera más rotunda. Así, el conocido como *Informe Aldama* por el presidente de la Comisión que la elaboró, se publicó en 2003, indicando en su preámbulo la búsqueda de un equilibrio entre la protección legal de los accionistas y la autorregulación voluntaria de las sociedades cotizadas. Por tanto, el Informe Aldama nació con la voluntad híbrida de fusionar las recomendaciones del anterior código con nuevas directrices legales en materia de gobierno (Informe de la comisión especial para el fomento de la transparencia y seguridad en los mercados y en las sociedades cotizadas, 2003).

Las principales nuevas recomendaciones eran las que incidían en la transparencia de las sociedades, especialmente: publicidad sobre la estructura del capital y pactos entre accionistas, y facilidades electrónicas para los accionistas como páginas web o voto electrónico en las juntas. Se proponía además que los consejeros a) no ejerciesen cargos en la competencia b) no hicieran uso indebido de activos societarios y c) que se planteasen medidas para evitar el uso de información privada en beneficio propio.

1.4.2.2. Código Unificado (Código Conthe)

Tras la Directiva 2004/109/CE enfocada a la transparencia de las sociedades cotizadas y la actualización de los *Principles of Corporate Governance* de la OCDE en 2003, el presidente de la CNMV, Manuel Conthe, coordinó un grupo de trabajo cuya tarea fundamental fue la de fusionar los dos códigos anteriores, añadiendo además nuevas recomendaciones que recogiesen las tendencias y directrices internacionales de buen gobierno. Fruto del trabajo de esa comisión, se publica el Código Unificado de Buen Gobierno en 2006, también denominado *Código Conthe*, con 58 recomendaciones y 5 definiciones que se agrupaban en cinco bloques: Estatutos-Junta General, Consejo, Consejeros, Retribuciones y Comisiones. Siguiendo el principio de cumplir o explicar, el código Conthe contenía únicamente un 31% de recomendaciones originales mientras que heredó del Código Olivencia el 60% de los principios (Código Unificado de Buen Gobierno, Apéndice 2, concordancias, 2006). Entre el conjunto de recomendaciones, nueve de ellas se centraban en la retribución de administradores de sociedades cotizadas. En concreto:

“35. Que la política de retribuciones sea aprobada por el Consejo y se pronuncie sobre los contratos y desglose componentes fijos y variables.

36. Que solo los consejeros ejecutivos tengan remuneraciones mediante acciones de la sociedad.

37. Que la remuneración de los consejeros externos sea la necesaria para retribuir la dedicación, cualificación y responsabilidad que el cargo exija; pero no tan elevada como para comprometer su independencia.

38. Que las remuneraciones relacionadas con los resultados de la sociedad tomen en cuenta las salvedades que consten en el informe del auditor.

39. Que las retribuciones guarden relación con el desempeño profesional de sus beneficiarios

40. Que el Consejo someta a votación de la Junta General de Accionistas, un informe sobre la política de retribuciones de los consejeros

41. Que la memoria detalle las retribuciones individuales de los Consejeros.

57. Que corresponda a la Comisión de retribuciones el establecimiento de la política de remuneraciones de la sociedad

58. Que ésta consulte al Presidente y primer ejecutivo de la sociedad.” (Código Unificado de Buen Gobierno, retribuciones, 2006)

Es importante recordar, que durante el periodo transcurrido entre los años 2006 y 2013 en los que se aprobó y actualizó el Código Conthe, respectivamente, se aprobaron varias medidas legislativas recogidas en el apartado anterior, tales como el TRLSC (2010), la Ley 2/2011 de Economía Sostenible y la orden ECC/461/2013 que formalizaba los nuevos informes anuales de retribución.

Así, la revisión del Código Conthe realizada en 2013 redujo a 4 el número de recomendaciones relativas a la remuneración de consejeros, puesto que el resto se incorporaron a la legislación. Es conveniente resaltar que la revisión del Código del 2013 sólo estuvo vigente 2 años, puesto que en 2015 se aprobó un nuevo código que exponemos a continuación.

1.4.2.3. Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas (2015)

El 18 de febrero de 2015 la Comisión de expertos en materia de gobierno corporativo presentaba el *Nuevo Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas* (NCBG, 2015), con 64 en lugar de las 53 recomendaciones que contenía la versión del Código Conthe de 2013. Se suprimieron 12 recomendaciones que ya estaban incorporadas al marco jurídico mediante la Ley 31/2014, mientras que se introdujeron 23 nuevas recomendaciones y 21 recomendaciones se modificaron. Es notable que, por primera vez, se incorporan recomendaciones específicas en materia de responsabilidad social corporativa.

Por tanto, el periodo comprendido entre diciembre de 2014 y febrero de 2015 se puede considerar como el periodo de mayores cambios en la normativa y de cumplimiento voluntario en el gobierno en las sociedades cotizadas de España.

A diferencia de los códigos anteriores, en el apartado II del NCBG, se incluyen 25 principios para guiar las recomendaciones, por ejemplo, se indica que las sociedades deben evitar en los estatutos medida anti-opas. Otros principios destacables son los de mejorar la transparencia en las juntas y establecer una política de comunicación con accionistas y asesores proxys.

En lo que concierne a las retribuciones del consejo de administración, destaca lo siguiente:

“...será la adecuada para atraer y retener a los consejeros del perfil deseado y retribuir la dedicación, cualificación y responsabilidad que exija el cargo, pero sin comprometer la independencia de criterio de los consejeros no ejecutivos, con la intención de promover la consecución del interés social, incorporando los mecanismos precisos para evitar la asunción excesiva de riesgos y la recompensa de resultados desfavorables” (Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas, aspectos Generales, 25. CNMV 2015).

Por tanto, el NCBG 2015 señala el peligro que supone que una inadecuada política retributiva pueda inducir a sus directivos a asumir riesgos innecesarios, reflejando la influencia que en la crisis de 2008 tuvieron los paquetes retributivos por incentivos, sobre todo en sociedades financieras.

A continuación, en el Cuadro 1.7 se recogen las principales diferencias entre los códigos anteriormente mencionados, relativas a las comisiones de remuneración:

Cuadro 1.7. Evolución de las recomendaciones sobre comisiones de nombramientos y retribuciones en los códigos de buen gobierno de España

Código Conthe (2006) y actualización (2013)	Nuevo Código de Buen Gobierno de las sociedades cotizadas (2015)
<p>54 (2006) - 49 (2013). Que la mayoría de los miembros de la Comisión de Nombramientos -o de Nombramientos y Retribuciones, si fueran una sola- sean consejeros independientes</p>	<p>47. Que los miembros de la comisión de nombramientos y de retribuciones –o de la comisión de nombramientos y la comisión de retribuciones, si estuvieren separadas– se designen procurando que tengan los conocimientos, aptitudes y experiencia adecuados a las funciones que estén llamados a desempeñar y que la mayoría de dichos miembros sean consejeros independientes.</p>
<p>55 (2006) y 50 (2013)) Que correspondan a la Comisión de Nombramientos, además de las funciones indicadas en las Recomendaciones precedentes, las siguientes: a) Evaluar las competencias, conocimientos y experiencia necesarios en el Consejo, definir, en consecuencia, las funciones y aptitudes necesarias en los candidatos que deban cubrir cada vacante, y evaluar el tiempo y dedicación precisos para que puedan desempeñar bien su cometido; b) Examinar u organizar, de la forma que se entienda adecuada, la sucesión del Presidente y del primer ejecutivo y, en su caso, hacer propuestas al Consejo, para que dicha sucesión se produzca de forma ordenada y bien planificada; c) Informar los nombramientos y ceses de altos directivos que el primer ejecutivo proponga al Consejo; d) Informar al Consejo sobre las cuestiones de diversidad de género señaladas en la Recomendación 14 de este Código.</p>	<p>48. Que las sociedades de elevada capitalización cuenten con una comisión de nombramientos y con una comisión de remuneraciones separadas</p>

Fuente: CNMV Códigos de buen gobierno 2006, 2013 y 2015.

Nota: Diferencias resaltadas en negrita.

Cuadro 1.7. Evolución de las recomendaciones de sobre comisiones de nombramientos y retribuciones en los códigos de buen gobierno de España (cont.)

Código Conthe (2006) y actualización (2013)	Nuevo Código de Buen Gobierno de las sociedades cotizadas (2015)
<p>56 (2006) - 51 (2013) Que la Comisión de Nombramientos consulte al Presidente y al primer ejecutivo de la sociedad, especialmente cuando se trate de materias relativas a los consejeros ejecutivos. Y que cualquier consejero pueda solicitar de la Comisión de Nombramientos que tome en consideración, por si los considerara idóneos, potenciales candidatos para cubrir vacantes de consejero.</p>	<p>49. Que la comisión de nombramientos consulte al presidente del consejo de administración y al primer ejecutivo de la sociedad, especialmente cuando se trate de materias relativas a los consejeros ejecutivos. Y que cualquier consejero pueda solicitar de la comisión de nombramientos que tome en consideración, por si los encuentra idóneos a su juicio, potenciales candidatos para cubrir vacantes de consejero.</p>
<p>56 (2006) - 52 (2013). Que corresponda a la Comisión de Retribuciones, además de las funciones indicadas en las Recomendaciones precedentes, las siguientes: a) Proponer al Consejo de Administración: i) La política de retribución de los consejeros y altos directivos; ii) La retribución individual de los consejeros ejecutivos y las demás condiciones de sus contratos; iii) Las condiciones básicas de los contratos de los altos directivos. b) Velar por la observancia de la política retributiva establecida por la sociedad.</p>	<p>50. Que la comisión de retribuciones ejerza sus funciones con independencia y que, además de las funciones que le atribuya la ley, le correspondan las siguientes: a) Proponer al consejo de administración las condiciones básicas de los contratos de los altos directivos. b) Comprobar la observancia de la política retributiva establecida por la sociedad. c) Revisar periódicamente la política de remuneraciones aplicada a los consejeros y altos directivos, incluidos los sistemas retributivos con acciones y su aplicación, así como garantizar que su remuneración individual sea proporcionada a la que se pague a los demás consejeros y altos directivos de la sociedad. d) Velar por que los eventuales conflictos de intereses no perjudiquen la independencia del asesoramiento externo prestado a la comisión. e) Verificar la información sobre remuneraciones de los consejeros y altos directivos contenida en los distintos documentos corporativos, incluido el informe anual sobre remuneraciones de los consejeros.</p>
<p>58 (2006) - 53 (2013) Que la Comisión de Retribuciones consulte al Presidente y al primer ejecutivo de la sociedad, especialmente cuando se trate de materias relativas a los consejeros ejecutivos y altos directivos.</p>	<p>51. Que la comisión de retribuciones consulte al Presidente y al primer ejecutivo de la sociedad, especialmente cuando se trate de materias relativas a los consejeros ejecutivos y altos directivos</p>

Fuente: CNMV Códigos de buen gobierno 2006, 2013 y 2015.

Nota: Diferencias resaltadas en negrita.

Tal y como recoge el Cuadro 1.7, entre las principales diferencias que presenta el NCBG (2015) respecto al Código Conthe (2006) y su actualización en el 2013 en materia de composición y funciones de la comisión de nombramientos y retribuciones cabe destacar:

- i) el NCBG (2015) recomienda que tengan conocimientos adecuados, así como la conveniencia de separar la comisión de nombramientos de la de retribuciones en el caso de sociedades de elevada capitalización (Recomendaciones 47 y 48);
- ii) se amplía de forma notable las funciones de la comisión indicando que debe revisar periódicamente la política de remuneraciones aplicada a los consejeros y altos directivos, incluidos los sistemas retributivos con acciones y su aplicación, así como garantizar que su remuneración individual sea proporcionada a la que se pague a los demás consejeros y altos directivos de la sociedad (Recomendación 50, apartado C).

Las diferencias entre los mencionados códigos también aplican a la composición de las retribuciones, tal y como ilustra el Cuadro 1.8 que presentamos a continuación:

Cuadro 1.8. Evolución de las recomendaciones sobre retribuciones de consejeros en los códigos de buen gobierno de España

Código Conthe (2006) y actualización (2013)	Nuevo Código de Buen Gobierno de las sociedades cotizadas (2015)
35(2006).Que la política de retribuciones sea aprobada por el Consejo y se pronuncie sobre los contratos y desglose componentes fijos y variables.	
40(2006).Que el Consejo someta a votación de la Junta General de Accionistas, un informe sobre la política de retribuciones de los consejeros	
41(2006).Que la memoria detalle las retribuciones individuales de los Consejeros.	
37(2006)-34(2013).Que la remuneración de los consejeros externos sea la necesaria para retribuir la dedicación, cualificación y responsabilidad que el cargo exija; pero no tan elevada como para comprometer su independencia.	56. Que la remuneración de los consejeros sea la necesaria para atraer y retener a los consejeros del perfil deseado y para retribuir la dedicación, cualificación y responsabilidad que el cargo exija, pero no tan elevada como para comprometer la independencia de criterio de los consejeros no ejecutivo
36(2006)-33(2013).Que solo los consejeros ejecutivos tengan remuneraciones mediante acciones de la sociedad.	57. Que se circunscriban a los consejeros ejecutivos las remuneraciones variables ligadas al rendimiento de la sociedad y al desempeño personal.
39(2006)-36(2013).Que las retribuciones variables no deriven simplemente de la evolución de mercados o del sector donde opera la compañía	58. Que las remuneraciones variables, no deriven solamente de la evolución general de los mercados o del sector de actividad de la compañía o de otras circunstancias similares y, en particular, que los componentes variables de las remuneraciones: a) Estén vinculados a criterios de rendimiento que sean predeterminados y medibles y que dichos criterios consideren el riesgo asumido para la obtención de un resultado. b) Promuevan la sostenibilidad de la empresa c) Se configuren con el objetivo de la creación sostenible de valor

Fuente: CNMV Códigos de buen gobierno 2006, 2013 y 2015.

Nota: Diferencias resaltadas en negrita

Cuadro 1.8. Evolución de las recomendaciones de retribuciones de consejeros en los códigos de buen gobierno de España (cont.)

Código Conthe (2006) y actualización (2013)	Nuevo Código de Buen Gobierno de las sociedades cotizadas (2015)
<p>38(2006)-35(2013).Que las remuneraciones relacionadas con los resultados de la sociedad tomen en cuenta las salvedades que consten en el informe del auditor.</p>	<p>59. Que el pago de una parte relevante de los componentes variables de la remuneración se difiera por un período de tiempo mínimo suficiente para comprobar que se han cumplido las condiciones de rendimiento previamente establecidas</p> <p>60. Que las remuneraciones relacionadas con los resultados de la sociedad tomen en cuenta las eventuales salvedades que consten en el informe del auditor externo y minoren dichos resultados</p> <p>61. Que un porcentaje relevante de la remuneración variable de los consejeros ejecutivos esté vinculado a la entrega de acciones o de instrumentos financieros referenciados a su valor.</p> <p>62. Que los consejeros no puedan transferir la propiedad de un número determinado de acciones ni puedan ejercer las opciones o derechos hasta transcurrido un plazo de, al menos, tres años desde su atribución</p> <p>63. Que la sociedad pueda reclamar el reembolso de los componentes variables de la remuneración cuando el pago no haya estado ajustado a las condiciones de rendimiento</p> <p>64. Que los pagos por resolución del contrato no superen dos años de la retribución total anual y que no se abonen hasta que la sociedad haya podido comprobar que el consejero ha cumplido con los criterios de rendimiento previamente establecidos.</p>

Fuente: CNMV Códigos de buen gobierno 2006, 2013 y 2015.

Nota: Diferencias resaltadas en negrita

Como puede observarse en el Cuadro 1.8, el apartado de retribuciones del NCBG quedo rediseñado casi en su totalidad. El nuevo código parte de la diferenciación entre los distintos componentes de la retribución (fijos, variables, entrega de acciones) y de los distintos tipos de consejeros (consejeros ejecutivos, dominicales, externos), guiando los diseños de los paquetes de remuneración con el claro objetivo de reflejar la creación de valor de las sociedades cotizadas. La máxima aspiración es la defensa del accionista, y para ello las remuneraciones no deben ser una mera consecuencia de la evolución del sector de actividad o la situación del mercado.

En relación a las novedades en materia de retribución, cabe destacar que, en la actualidad, las recomendaciones del código son aplicables a todos los consejeros (Recomendación 56) mientras que anteriormente sólo era aplicable a los consejeros externos (Recomendación 37).

Tanto el propio Código en su apartado III.3.6 como profesionales de reconocido prestigio (Vidal-Pardo, 2015) destacan la importancia de la nueva recomendación 58, que sugiere que la retribución variable esté vinculada a criterios de rendimiento que sean predeterminados y medibles, que dichos criterios promuevan la creación de valor bajo la base de un equilibrio de objetivos a corto, medio y largo plazo, que permitan remunerar el rendimiento por un desempeño de forma que los elementos de medida de ese rendimiento no giren únicamente en torno a hechos puntuales.

Además, si las salvedades del auditor minoran el resultado del ejercicio, las remuneraciones variables deben tener en cuenta las reducciones del beneficio contable (Recomendación 60).

También es novedosa la consideración de la *cláusula malus*, es decir, el pago diferido de una parte de los componentes variables de la remuneración, el predominio de la

retribución en acciones, los límites a la transferencia de acciones y la *cláusula payback*, mediante la cual puede reclamarse la devolución de la retribución variable si los resultados no se han ajustado a lo estimado, reclamo del pago variable vinculado a resultados no ajustados a rendimiento.

Con fecha 26 de junio de 2013, la Comisión Europea publica la Directiva 2013/34/UE que trata los estados financieros anuales y otros informes afines de ciertos tipos de empresas, como las entidades de interés público. Esta directiva, posteriormente modificada por la Directiva 2014/95/UE, supuso un impulso en el ámbito de la información no financiera puesto que requería reportar las políticas de diligencia empresarial y los resultados de dichas políticas.

Dicha directiva, fue transpuesta en España a través de la Ley 11/2018 de 28 de diciembre, en la que se indica que el contenido de la información no financiera se divida en los bloques medioambientales, sociales y relativos al personal, derechos humanos, lucha contra la corrupción y soborno. Además, indica que en el informe integrado debe constar la remuneración media de los consejeros y directivos, incluyendo la retribución variable, dietas e indemnizaciones.

Meditante la circular 2/2018 de junio, en 2018 se modificaron el modelo de informe anual de gobierno corporativo y el informe anual sobre remuneraciones de los consejeros. Los nuevos modelos de informes permitieron flexibilizar los formatos de presentación de los informes, así como simplificarlos al eliminar secciones que habían perdido relevancia. A su vez, los nuevos modelos incluyeron nuevos contenidos como las propuestas no aceptadas en las asambleas de accionistas, o la descripción de los riesgos relacionados con casos de corrupción que afectan el negocio.

1.4.2.4. Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas (2020)

Tras una consulta lanzada en 2020 por la CNMV sobre propuestas de actualización del Código de Buen Gobierno, el código fue modificado el 26 de junio. Según la Asociación Española de Compliance, el 60% de las modificaciones tratan sobre transparencia e independencia de órganos de supervisión y, en menor medida, sobre diversidad, lucha contra la corrupción y digitalización (Sabot, 2020).

En el apartado de retribuciones de consejeros prácticamente se repite el capítulo del código de 2015, siendo tan solo ampliada la recomendación 59, en la que se solicita que las entidades incluyan en el informe anual de remuneraciones de los consejeros los criterios en cuanto al tiempo requerido y métodos para la comprobación de los objetivos en el pago diferido. Además, se recomienda explícitamente que las entidades valoren el establecimiento de la cláusula de reducción ('malus'), cuando en el código de 2015 no se hacía explícito este nombre, hablando tan solo de diferimiento.

Para finalizar este apartado, el Cuadro 1.9 recoge los principales documentos de ámbito nacional relativos a la remuneración de consejeros:

Cuadro 1.9. Legislación y Códigos de Gobierno en España relativos a la retribución de los consejeros

Año	Documento	Cuestiones más importantes
1998	Comisión Olivencia	Primer código español que exige "cumplir o explicar". Transparencia en relación a la política de remuneraciones.
2003	Comisión Aldama	Transparencia de las sociedades especialmente: publicidad sobre la estructura del capital y pactos entre accionistas.
2006	Código unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas	Política de retribuciones aprobada por el Consejo, solo los consejeros ejecutivos pueden tener remuneraciones mediante acciones, remuneraciones tomen en cuenta las salvedades del auditor y guarden relación con el desempeño profesional de sus beneficiarios. Detalle en memoria de las retribuciones individuales de los Consejeros
2010	Texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital	Detalle de retribución en la memoria, regulación de la retribución en acciones
2011	Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible	Nuevos informes anuales de retribución formalizados mediante orden ECC/461/2013
2013	Actualización del Código unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas	Se eliminan las recomendaciones del Código Unificado traspasadas a la Ley de Sociedades de Capital
2014	Modificación de la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo	Aprobación de la política de remuneraciones de los consejeros, regulación de la comisión de nombramientos y retribuciones
2015	Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas	Porcentaje relevante de la remuneración variable de los consejeros ejecutivos en acciones, cláusulas malus y clawback, límites a indemnizaciones y a la transferencia de acciones. Vinculación de retribución a criterios de rendimiento
2018	Ley 11/2018 en materia de información no financiera y diversidad	Las empresas con tamaño superior a 500 empleados deben reportar remuneraciones medias y su evolución, desagregados por sexo, edad y clasificación profesional así como la brecha salarial entre los directivos y empleados medios
2020	Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas	Se debe informar sobre el tiempo requerido y métodos para la comprobación de los objetivos en el pago diferido

1.5. EVOLUCIÓN DE LA APLICACIÓN DE LOS CÓDIGOS DE BUEN GOBIERNO Y DE LAS RETRIBUCIONES DE LOS CONSEJEROS.

Los códigos de buen gobierno en el caso español, siguiendo el criterio habitual en estos instrumentos, utiliza el principio de “cumplir o explicar”, por lo que deja al arbitrio de las empresas la implementación de las recomendaciones, si bien, en caso de que no lo hagan, deben explicar los motivos para no hacerlo en el informe pertinente. Es por ello que cobra especial interés averiguar el grado de seguimiento de los códigos.

Si bien el cumplimiento de las recomendaciones recogidas en los Informes Olivencia y Aldama no fue el deseado, el grado de seguimiento del Código Conthe del 2006 fue muy superior a los anteriores, alcanzando un nivel del 77,1% en 2008 y el del 82,4% en 2012 (Informe de gobierno corporativo de las entidades emisoras de valores, 2008-2012).

Sin embargo, en el primer año de vigencia del Código Conthe 2006, el área con menos cumplimiento fue el referido a las remuneraciones de administradores y consejeros. De un total de 135 sociedades cotizadas, solo 44 reportaban las retribuciones individuales en la memoria y tan solo 46 sometían a votación de la junta un informe sobre las retribuciones de los consejeros (Informe de gobierno corporativo de las entidades emisoras de valores, 2006). Por el contrario, en 2012, a excepción de la remuneración mediante entrega de acciones solo a ejecutivos, que tenía un seguimiento medio (60-80%), el resto de las recomendaciones relativas a remuneraciones tuvo un seguimiento alto, superior al 80% (Informe de gobierno corporativo de las entidades emisoras de valores, 2012).

Este mayor seguimiento del Código es también atribuible al TRLSC (2010), cuyos artículos 260 a 269 exigen detallar las remuneraciones de consejeros y directivos en la memoria. También contribuyó de forma positiva a la aplicación de las medidas sobre

retribución la Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible puesto que en su art. 61 ter-4 requería que la Junta General aprobara la política retributiva de la sociedad.

El Código Conthe estuvo vigente durante toda la crisis financiera y se actualizó en el año 2013, pero no ha sido hasta 2015 que se reemplazó por el Nuevo Código de Buen Gobierno (NCBG).

Tal y como cabía esperar, dados los profundos cambios en materia de retribución recogidos en el NCBG (2015), las comisiones de nombramientos y retribuciones tuvieron que analizar y modificar en los primeros meses de 2015 (KPMG, EL Economista, 26-2-2015):

- si la comisión contaba con conocimientos, aptitudes y experiencia adecuados para la supervisión desempeñar, siendo además nuevas muchas de las funciones delegadas.
- si se incorporaba, siguiendo las recomendaciones 59 y 63, el diferimiento de la retribución variable: cláusulas *malus* (pérdida de la retribución diferida no cobrada) y *clawback* (recuperación de las cantidades ya satisfechas).
- si la retribución variable de los consejeros ejecutivos tenía los incentivos adecuados para la creación de valor.
- si una parte significativa de la retribución se vinculaba a la entrega de acciones o a su valor.
- si procedía retirar los posibles paracaídas de oro de los directivos.
- que los contratos de los consejeros ejecutivos incluyesen todos los principios debidamente aprobados por la junta.

A tenor del informe publicado por la CNMV (2017), se puede afirmar que existió una evolución positiva durante los tres primeros ejercicios de aplicación del nuevo código, desde 2015 hasta 2017: Se incrementó desde el 79,6% hasta el 80,6% las sociedades cotizadas que declaran que las remuneraciones variables ligadas al rendimiento de la sociedad y al desempeño profesional, se circunscriban a los consejeros ejecutivos. Sin embargo, las sociedades que afirmaron no tomar cautelas técnicas (Recomendación 58) para asegurar que las remuneraciones variables guarden relación con el rendimiento profesional de sus beneficiarios se incrementó desde 13 hasta 18. Según la CNMV en estas sociedades los componentes variables no incluían criterios adecuados para la creación de valor a largo plazo, con el consecuente peligro para el accionista de la sociedad. Además, la recomendación número 62, que limita la transmisión de la propiedad de las acciones a 3 años, es la menos seguida por las sociedades cotizadas, aunque en realidad esta recomendación tiene un bajo nivel de seguimiento por la no aplicabilidad de las mismas en un alto número de sociedades.

Las cláusulas de reembolso (Recomendación 63) también presentan un bajo seguimiento. Las sociedades explican que, a pesar de la no inclusión en los contratos de los consejeros ejecutivos, la comisión de nombramientos de retribución sí que puede cancelar el pago de la retribución. Aunque el cumplimiento es bajo, el incremento fue el mayor, en 2017 el 59,4% de las sociedades aplicaba las cláusulas reembolso mientras que en 2015 el porcentaje era del 50,6%. Menor incremento en su aplicación lo tuvo la recomendación 64 que limita las indemnizaciones por resolución de contratos y directivos. No obstante, su cumplimiento fue mayor, el 73,6% de las sociedades cotizadas que ha limitado las indemnizaciones de directivos por cese acorde a la última recomendación del código.

Realizando una valoración global, en el tercer ejercicio de aplicación del código, es decir en 2017, las 139 sociedades cotizadas españolas implementaron, por término medio, el

84,6% de las recomendaciones, existiendo cuatro sociedades (Bankia, CAF, Alba y Euskaltel) que cumplían con el Código de Buen Gobierno de la CNMV al 100% (Informe de gobierno corporativo de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados regulados, CNMV, 2017). Además, un 61% de las sociedades declaro no seguir la recomendación de separar las comisiones de remuneración y nombramiento.

Por tanto, parece que hay un decidido empeño en adaptar las remuneraciones de consejeros y directivos a las indicaciones del NCBG (2015), lo que se muestra especialmente en las renovaciones de las políticas retributivas que las sociedades deben hacer trianualmente. No obstante, aún queda camino por recorrer sobre todo en lo relativo al seguimiento de recomendaciones relativas a la retribución ejecutiva, especialmente las que atañen al pago variable en acciones, periodos de diferimiento y cláusulas de reembolso.

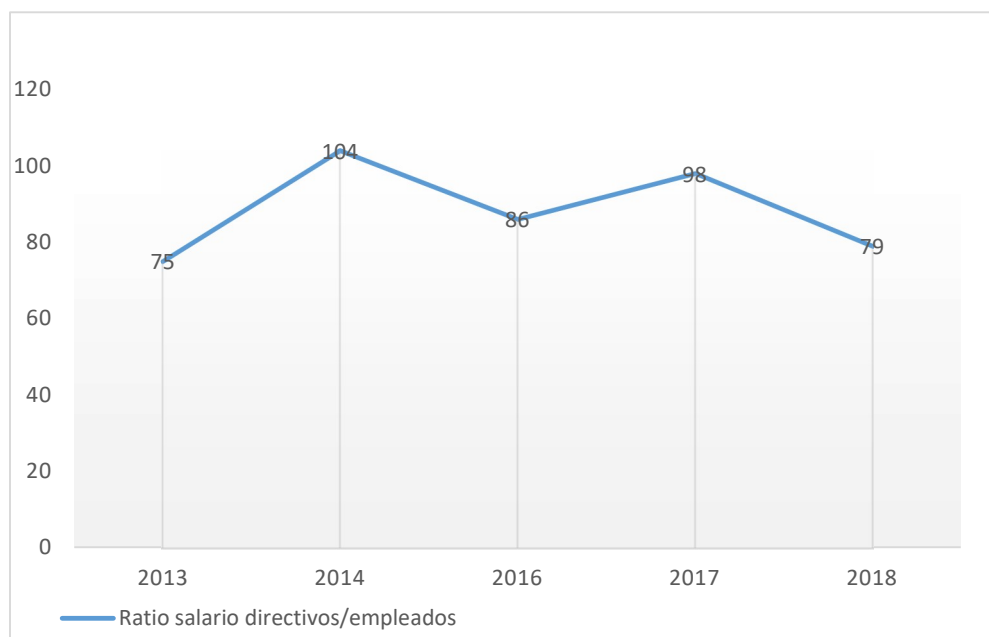
1.6. EVOLUCIÓN DE LAS RETRIBUCIONES DE DIRECTIVOS EN LAS EMPRESAS COTIZADAS ESPAÑOLAS DURANTE EL PERIODO 2013-2018

La divulgación obligatoria de las remuneraciones de los Consejeros de las sociedades cotizadas recogida en la Ley 2/2011 de Economía Sostenible (art. 61), permite conocer la evolución de la brecha salarial entre los directivos y la nómina media de la plantilla.

Tal y como se recoge en el gráfico 1.1., en el año 2013 los ejecutivos del IBEX, ganaban, en media 75 veces más que sus empleados. Esta brecha salarial aumentó en 4 puntos en 2018, año en que los ejecutivos ganaron, por término medio 4,23 millones de euros por empresa. Este incremento, lejos de ser gradual, presenta grandes variaciones, tal y como refleja el Gráfico 1.1., alcanzando su valor más alto en 2014, ejercicio en que los directivos ganaron, por término medio, 104 veces más que sus empleados. También cabe

indicar que en 2017 la brecha media creció (98 veces) porque los bonus percibidos por los ejecutivos fueron superiores.

Gráfico 1.1. Brecha salarial media directivos/empleados empresas del IBEX para el periodo 2013-2018



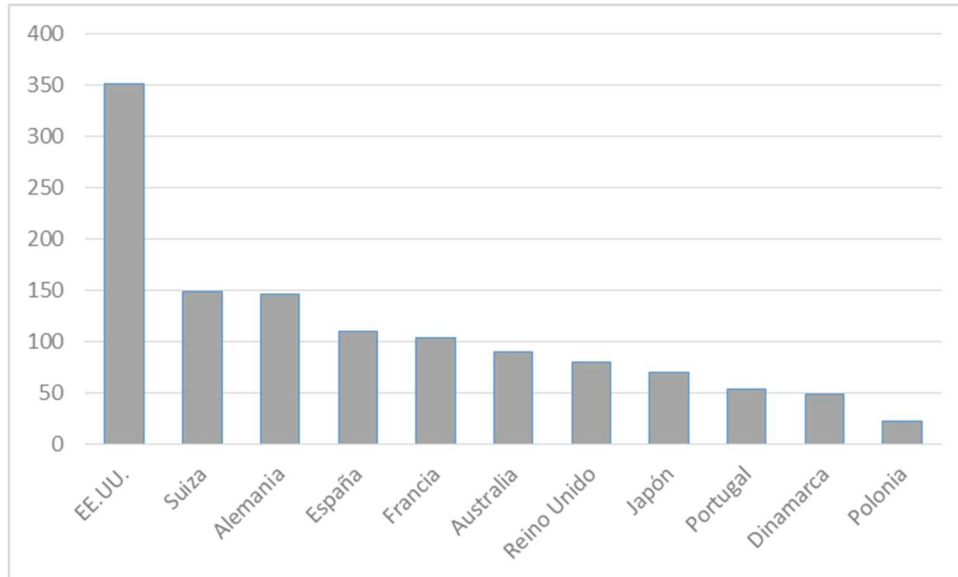
Fuente: EL PAÍS (12 abril 2019)

Aunque no se ha desglosado más información en aras de la brevedad, los informes sobre remuneraciones documentan que las empresas con mayor brecha salarial fueron Prosegur (431 veces), Inditex (385 veces) y ACS (271 veces).

A tenor del Gráfico 1.2 la ratio de salario CEO-trabajador de España en el año 2012, es de los más altos de la economía europea y sólo es superado por Alemania y Suiza. Es destacable la cifra relativa a EE.UU., puesto que el ratio CEO-trabajador duplica o triplica el del resto de las economías, debido en este caso a la elevada retribución ejecutiva. Tradicionalmente la brecha salarial es más reducida en las economías escandinavas y en

Japón, aunque de los países analizados, la cifra más baja corresponde a Polonia (American Federation of Labor and Congress of Industrial Organizations, AFL-CIO, 2013).

Gráfico 1.2. Brecha salarial CEO: empleado medio OCDE en el año 2012



Fuente: American Federation of Labor and Congress of Industrial Organizations (2013)

CAPÍTULO 2

MARCOS TEÓRICOS Y EVIDENCIA EMPÍRICA PREVIA SOBRE LA RETRIBUCIÓN A CONSEJEROS

La Academia ha suministrado un buen número de estudios que abordan desde un punto de vista normativo y deductivo la problemática de las retribuciones de los consejeros y directivos. Existe una amplia variedad de teorías que analizan y predicen el comportamiento de la retribución de directivos y consejeros y la evidencia empírica sobre esta cuestión ha sido prolífica.

En este capítulo se describe de forma más detallada, los postulados principales de los marcos teóricos más utilizados para fundamentar la investigación empírica relacionada con la retribución de los ejecutivos, se resumen los resultados obtenidos más destacables y se analizan las metodologías utilizadas para contrastar las hipótesis elaboradas.

2.1. LA RETRIBUCIÓN DE LOS EJECUTIVOS EN EL MARCO DE LA TEORÍA DE LA AGENCIA

Aunque la teoría de la agencia surge en los años setenta, los orígenes se remontan a los trabajos en 1932 de Berle y Means, quienes habían detectado problemas en aquellas sociedades cotizadas con grandes capitales fragmentados. En *The Modern Coporation and Private Property*, advierten de los problemas que existían por el surgimiento de una “nueva clase poderosa de directivos que acumulaban un gran poder, sobre todo en grandes empresas, al no estar sujeta al control o presión de los propietarios sobre todo cuando estos poseían porciones pequeñas de capital” (Corporate Governance Policy in the European Union, CFA Institute 2016 citando a Berle, A. A., & Means, G. G. C., 1933).

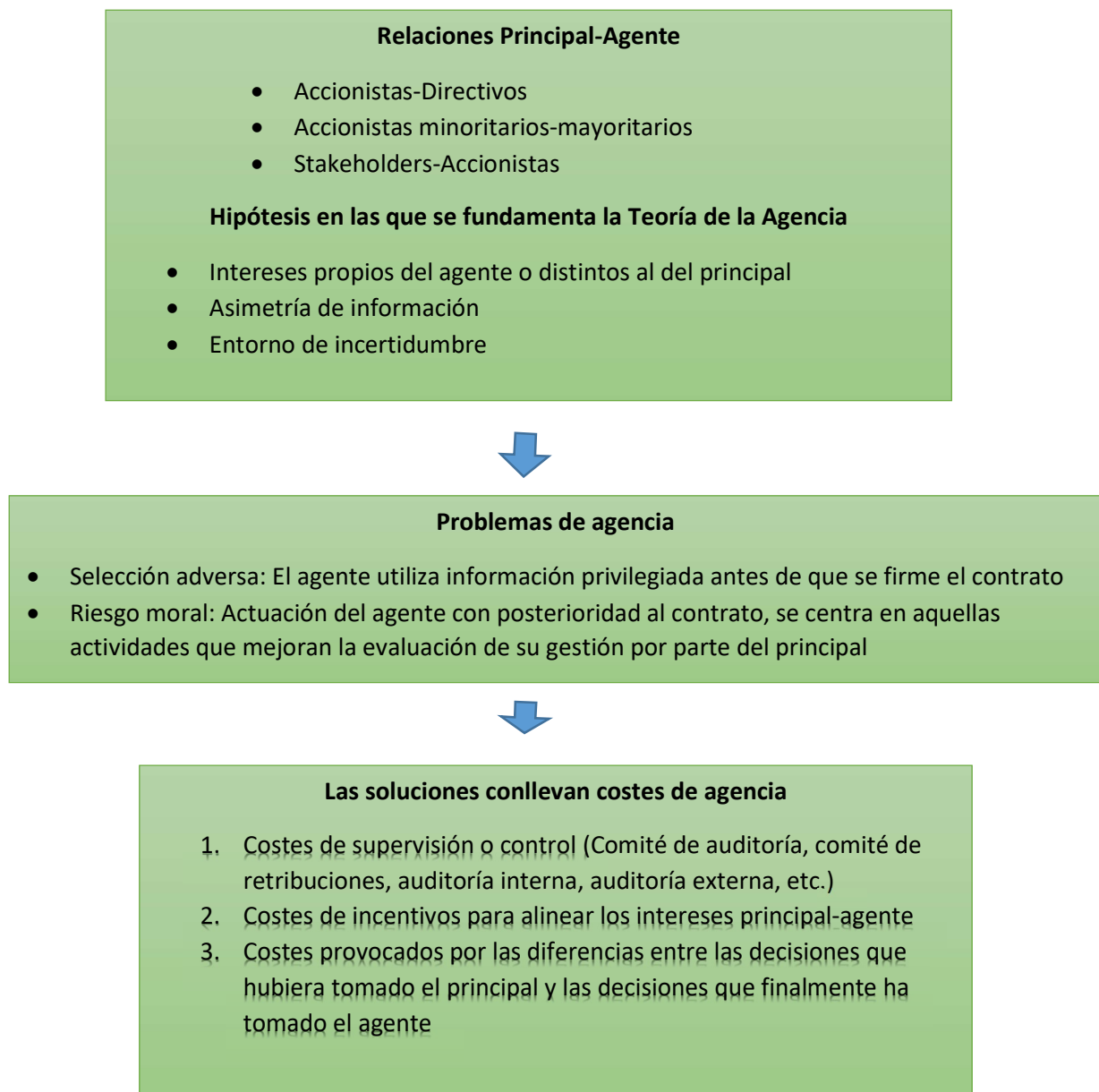
El desarrollo de varias teorías contractuales dentro la empresa por los economistas que investigaban la naturaleza de la empresa, llevó a la publicación en 1977 del libro *Teoría de la Empresa: la gerencia; costes de agencia y estructura de la propiedad* (Jensen y Meckling, 1977). A pesar del origen corporativo de la teoría, su uso puede extenderse para explicar el funcionamiento en cualquier relación jerárquica, especialmente aquellas que se regulan mediante un contrato y hay delegación de funciones ejecutivas.

En la teoría de la agencia el centro o unidad de análisis es el *agente*, en el que confluyen los supuestos de racionalidad limitada y comportamiento oportunista de los individuos. La relación de agencia se establece cuando el *principal* delega en el agente un conjunto de toma de decisiones y de actuaciones.

Tal y como recoge la figura 2.1., los problemas de agencia surgen porque en la relación principal-agente existen asimetría de información, intereses distintos y un entorno de incertidumbre, lo que da lugar a comportamientos oportunistas por parte del agente que pueden derivar en problemas de riesgo moral o de selección adversa. En previsión de este

comportamiento oportunista del agente, el principal puede establecer mecanismos de salvaguarda que llevan asociados costes de agencia soportados tanto por el agente (al que se le exige cumplir determinados objetivos o garantías) como por el principal, que además de soportar los costes que se necesita para incentivar y controlar al agente, debe soportar los costes que se derivan de las divergencias entre las decisiones que hubiera tomado el principal y las que finalmente tomó el agente.

Figura 2.1. Postulados de la Teoría de la Agencia



Entre las principales soluciones al conflicto de agencia que conllevan costes de agencia encontramos:

- Costes de control o supervisión: Entre los mecanismos de salvaguarda para evitar posibles comportamientos oportunistas destacan los comités de auditoría, de nombramientos, de retribuciones, auditorías internas, externas, canales para comunicación de posibles fraudes, entre otros.
- Costes de incentivos: El más utilizado es el adecuado diseño de los sistemas de retribución del agente, en el que los paquetes de remuneración incluyen bonus salariales variables, stock options o incentivos a largo plazo entre otros.

Por último, tal y como encabeza la Figura 2.1., en la literatura pueden identificarse tres relaciones de agencias diferentes, que se describen a continuación.

2.1.1. Relaciones accionistas-gerentes

La primera relación contemplada en la Teoría de la Agencia, es la que se establece entre los accionistas o propietarios (principal) y directivos (agente).

Según Jensen y Meckling (1977) el rol del principal corresponde a los accionistas o propietarios de las sociedades que dependen del talento y actuaciones de la gerencia (agente), acciones que no son conocidas por los accionistas de la empresa.

En la primera relación de la Teoría de la Agencia, dada la información incompleta, los accionistas necesitan desarrollar mecanismos para alinear sus intereses con los de la gerencia. Entre los instrumentos principales para conseguir dicha alineación se encuentra el diseño de los contratos de retribución que vinculan el pago con variaciones en el desempeño de la empresa (Holmstrom, 1979). Además de la optimización de los contratos

de la gerencia, la Teoría de la Agencia señala que existen medidas de control y vigilancia, siendo la más importante la supervisión por el Consejo de Administración (Fama y Jensen, 1983). Existen además otras medidas de control como pueden ser la presencia en el Consejo de Administración de representantes de los accionistas (*proprietary directors*, que en España toman el nombre de Consejeros Dominicales) o la supervisión por parte de inversores institucionales (Hartzell & Starks, 2003).

Con posterioridad, se ha ampliado las relaciones iniciales de agencia contemplando también otras relaciones entre partes vinculadas a la empresa, como son la relación entre distintos tipos de accionistas, así como la relación entre gerencia y otros stakeholders o grupos de interés.

2.1.2. Relación entre accionistas mayoritarios y minoritarios

El análisis de los problemas derivados de las diferentes estructuras de propiedad contempla dos dimensiones: la cantidad y la calidad de los accionistas, y ambos aspectos pueden dar lugar a problemas de agencia.

Las relaciones de agencia y la concentración de la propiedad

En relación a la cantidad de acciones poseídas, numerosos trabajos han analizado la relación entre accionistas mayoritarios y minoritarios. Inicialmente, la teoría de la agencia se desarrolló en el área anglosajona, con una elevada y característica dispersión accionarial (Conyon, Core & Guay, 2011) y por ello aborda los problemas de agencia derivados de la falta de accionistas importantes.

Sin embargo, no en todos los países existe la misma diseminación accionarial. El porcentaje de participación que ostentan los accionistas principales o *blockholders* (generalmente, entre 3 y 5 mayores accionistas de la empresa) varía. Barca y Becht (2001) muestran que en la Europa continental los *blockholders* tienen cifras cercanas al 40-60% de la propiedad (España 40,1%; Alemania 49,1%; Italia 52,3%; Austria, 54,1%) mientras que en el Reino Unido el porcentaje máximo está en torno al 14,4% de las acciones. En Estados Unidos la cifra se reduce hasta el 3,6% en el índice NYSE o el 3,4% en el índice Nasdaq. En consecuencia, podemos afirmar que la dispersión accionarial dista mucho de ser homogénea en el ámbito internacional.

En la relación entre accionistas mayoritarios y minoritarios destacan dos costes de agencia: El primero, denominado *free-riding*, hace referencia al comportamiento que pueden adoptar los accionistas minoritarios, dado que los costes de monitorización de la gerencia son muy elevados para ellos en proporción a las acciones poseídas, por lo que suelen “sumarse” a las decisiones sobre monitorización adoptadas por los accionistas mayoritarios (Grossman et al.1980). Según La Porta et al. (1999) la baja protección del inversor institucional en la legislación continental europea actúa como incentivo para que en los consejos de administración exista una participación activa de los representantes de los accionistas mayoritarios, quienes tratarán de compensar con sus iniciativas la desprotección legal del inversor.

El segundo problema de agencia es el *tunneling*, concepto acuñado por Johnson y LaPorta (2000), que hace referencia a aquellas actuaciones de los accionistas mayoritarios con las que expropián a los pequeños propietarios. Ello se consigue mediante la transferencia de activos y beneficios fuera de la empresa, operaciones de compra-venta que pueden ser legales según la legislación vigente del país donde se lleve a cabo.

El fenómeno de tunnelling ha sido analizado globalmente, pero especialmente en las economías de transición de Europa Oriental y en las economías emergentes asiáticas. Bae et al. (2002) concluyen que, en Corea del Sur, la mayor parte de fusiones y transacciones llevadas a cabo por las empresas pertenecientes a los grupos empresariales *Chaebols*, terminaban dañando los intereses de los accionistas minoritarios a costa del beneficio de los propietarios del grupo empresarial. Similares conclusiones están documentadas en Japón por Basu et al. (2006), quienes muestran la importancia en la economía de los *Keiretsu*, grandes grupos de empresas dirigidos normalmente por un inversor institucional. Para el caso español, Bauxali y Soler (2014) documentan que las decisiones tomadas en empresas con accionistas mayoritarios dentro del consejo tienen una influencia negativa sobre la riqueza de los accionistas, para una muestra de sociedades cotizadas españolas durante el periodo 2004-2011.

Las relaciones de agencia y los tipos de propiedad

Los investigadores también han analizado cuestiones relativas al tipo de accionistas. Entre ellas:

- Las empresas de responsabilidad limitada y empresas familiares. En ambos casos, suele darse el caso de un accionariado poco fragmentado donde la propiedad y dirección corresponde a una misma familia y/o el principal accionista es también el consejero delegado. En estos casos, la monitorización de los ejecutivos no se reduce tan solo a la información contable, sino que se tienen en cuenta también apreciaciones subjetivas sobre los directivos (Ke et al,1999; Cornelli et al,1999).

Fama y Jensen (1983) sostienen que, en los casos de falta de separación entre el accionariado y la dirección, los mecanismos de salvaguarda e incentivos son menos

costosos, pero también advierten que conlleva una mayor aversión al riesgo, además, la función directiva es menos profesional.

En Asia, donde la propiedad también está concentrada, los blockholders tienen una gran influencia sobre la empresa: En Corea del Sur, Kato, Kim y Lee (2006) destacan la influencia de los *Chaebol*, grupos familiares de empresas. En Filipinas, Unite et al. (2007) describen la importancia de los grupos corporativos familiares.

- El papel de los accionistas institucionales. Según Shleifer y Vishny (1986) los inversores institucionales actúan como supervisores de los directivos y ejecutivos dado que el coste de adquirir información será menor en comparación con el beneficio obtenido debido al riesgo que supone la gran inversión que poseen.

Van Ees et al. (2009) argumentan que los inversores institucionales reducen los costes de agencia dado que tienen un comportamiento activo en la supervisión del equipo directivo. No obstante, otros autores como Schneider (2000) advierten de las situaciones de conflicto que genera la posición de dominio ejercida por accionistas con grandes participaciones de accionariado.

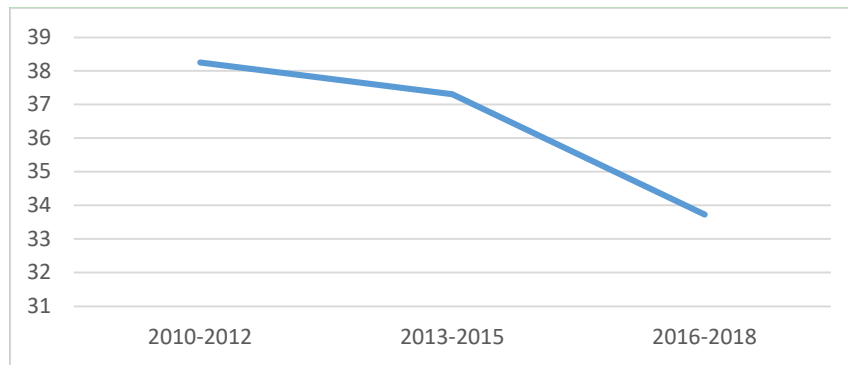
Dentro de los inversores institucionales, se identifican dos grupos: i) aquellos que son sensibles a la presión, debido a que mantienen negocios con la empresa en la que invierten y que consisten básicamente en entidades bancarias y compañías de seguros; y ii) inversores institucionales resistentes a la presión al no tener estrechos vínculos comerciales, y que se componen fundamentalmente fondos de inversión y fondos de pensiones (Almazan et al. 2005).

El impacto que los inversores institucionales tienen sobre el nivel retributivo de los directivos fue analizado por López-Iturriaga et al. (2014), concluyendo que en aquellas empresas con predominio de consejeros dominicales resistentes a la presión

disminuyen tanto la retribución total del consejo de administración como su componente fijo, lo que puede deberse a una mejor labor de supervisión de los consejeros dominicales cuando actúan con menos presión y suficiente margen de maniobra. Por otro lado, Pucheta y García-Meca (2017) concluyeron que en entornos regulatorios débiles y de baja protección al inversor los consejeros dominicales tenían un impacto negativo en el rendimiento empresarial, siendo este efecto negativo impulsado principalmente por los consejeros resistentes a la presión.

Según Stein et al., (2013) durante el primer lustro de este siglo los consejeros dominicales han ido descendiendo progresivamente. Tal y como ilustra el gráfico 2.1., en España los datos de gobierno corporativo ofrecidos por la CNMV indican que los accionistas dominicales (aquellos que representan titulares de paquetes accionariales) representaban en torno al 38% del total de sillas del consejo y ha descendido hasta el 33,5% en el periodo 2016-2018. Este descenso puede asociarse a la recomendación del Código de Buen Gobierno de aumentar la presencia de consejeros independientes (hasta alcanzar, al menos, la mitad del consejo de administración).

Gráfico 2.1. Porcentaje de consejeros dominicales en los consejos de administración de las sociedades cotizadas en España



Fuente: Elaboración propia basada en Informe de gobierno corporativo de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados regulados, CNMV (2010-18)

2.1.3. Relación entre accionistas y otros grupos de interés

La tercera relación de agencia es la que vincula a los accionistas de la empresa y al resto de grupos de interés o stakeholders. Dentro de esta relación de agencia con otras partes interesadas, Barnea et al. (1985) proponen la siguiente clasificación:

- La relación entre accionistas y entidades financieras, también denominada *debt agency*,

Este vínculo adquiere mayor relevancia cuando las empresas se ven involucradas en grandes proyectos asumiendo planificaciones de inversión excesivas que resultan asimétricas, puesto que las entidades financieras asumen enormes riesgos según las probabilidades de impago de la deuda.

Según Triantis y Daniels (1995) cuando las partes interesadas detectan una situación insatisfactoria reaccionan a la misma eligiendo salir o ejercer influencia para intentar modificarla. En su estudio demuestran que la implicación de las entidades financieras en el gobierno corporativo de las empresas muchas veces tiene como objetivo minimizar su

exposición al riesgo mediante la supervisión y participación en los órganos de administración, es decir, para reducir los costes de agencia, optan por el monitoreo bancario. Ahn y Choi (2009) con una muestra de 1.081 empresas de EE.UU. concluyen que la intervención de las entidades bancarias en la gestión corporativa de las empresas es proporcional a las características de préstamos bancarios concedidos a las empresas (garantías, refinanciamiento, tipos de préstamos y finalidad de los mismos).

El impacto en la retribución ejecutiva de la monitorización bancaria, ha sido analizado sobre todo por investigadores asiáticos: Kato et al. (1992) concluyeron que el mayor salario de los CEO en EE.U. respecto a los CEO en Japón, se debía en parte al control que ejercían sobre los consejos de administración los grandes inversores bancarios: Cuando las empresas adquieren grandes niveles de deuda, el papel de las entidades bancarias en el diseño de la retribución ejecutiva se intensifica. Posteriormente, Kato et al. (1997) estimaron que los CEO de las empresas monitorizadas por entidades bancarias ganaban un 21% menos que en aquellas en las que no se daba este tipo de monitorización. En la misma línea, Duru y Iyengar (2012) utilizando una muestra de empresas de EE.UU. para un periodo de 10 años, concluyeron que, con el fin de mitigar el conflicto entre accionistas y acreedores, las sociedades con más nivel de endeudamiento presentaban una mayor vinculación entre la retribución de los CEO y la performance de la compañía (medida en términos de ROA).

- Relación entre accionistas y el sector público

En el conflicto entre los accionistas y el sector público, la teoría de la agencia invierte el papel de los accionistas de las sociedades anónimas (que son consideradas *principal*) para pasar a ser agente, mientras que es el comprador (administración pública) quien pasa a actuar como principal. Así, se considera que la administración pública siempre es el

principal, al depositar y delegar en las empresas las funciones que son objeto del contrato, y tanto las sociedades contratadas como sus propietarios son el agente (Graells, 2015). Entre la casuística de este tipo de relaciones de agencia, la privatización del sector público puede generar daños a los contribuyentes si en el proceso las cantidades abonadas al sector público por las empresas que adquieren los activos públicos son inferiores al rendimiento esperado o al precio de mercado.

También las asociaciones público-privadas han sido objeto de debate, por la asimetría del riesgo distribuidas entre las partes público y privada de las corporaciones. Según Ortega et al. (2016), tras la crisis financiera, la quiebra de las infraestructuras viales en España fue asumida casi en su totalidad por los presupuestos del Estado, sin que los participantes privados tuvieran ninguna merma en su patrimonio.

En el caso de las privatizaciones llevadas a cabo en países del Este, también se detectó la compra de activos ineficientes, en perjuicio de los intereses de los accionistas minoritarios (Dharwadkar et al., 2000).

- Relación entre accionistas y resto de la sociedad

Dentro de la tercera relación de agencia, uno de los temas principales analizados es la Responsabilidad Social Corporativa (RSC). En España, Díez et al. (2011) concluyen, a partir de una muestra de grandes empresas españolas, que el hecho de que la propiedad se encuentre concentrada incentiva las prácticas de RSC, sugiriendo que la concentración de la propiedad indica un mayor control y compromiso de la compañía. En este sentido las inversiones en RSC son proyectadas por los grandes propietarios como estrategias para aumentar su retribución mediante la creación de valor en la empresa. Por otra parte, Pinillos y Fernández (2011), analizaron el comportamiento de las principales empresas españolas y concluyeron que los grandes propietarios empresariales veían mayor retorno

de valor en campañas de imagen de apariencia social con programas desvinculados de la empresa que en la verdadera mejora del comportamiento social, íntegro y ético de las corporaciones.

Dentro del ámbito de la RSC, Céspedes-Lorente et al. (2003) describen los conflictos relacionados con la gestión ambiental concluyendo, para el caso español, que la respuesta de los inversores dependerá de las ventajas económicas que perciban en su atención a las demandas ambientales y del poder de las partes interesadas con respecto a los problemas ambientales. De igual forma Pucheta y Gallego (2018) sostienen que la independencia, actividad y diversidad de género del Comité de Administración influyen positivamente en la actividad de RSC de la empresa.

2.2. EVIDENCIA EMPÍRICA DE LA RETRIBUCIÓN DE LOS EJECUTIVOS SEGÚN LAS PREDICCIONES DE LA TEORÍA DE LA AGENCIA

La teoría de la agencia ha sido el paradigma más utilizado por los autores para realizar estudios empíricos sobre la retribución directiva. Según la teoría de la agencia, el agente dispone de información privilegiada además de desarrollar un comportamiento oportunista, lo que le lleva a buscar sus propios intereses en un horizonte temporal cortoplacista.

Como se ha explicado en el apartado anterior, para mitigar este problema de agencia, la teoría del contrato óptimo de la dirección (Holstrom 1979; Jensen y Meckling, 1976; Fama y Jensen, 1983) establece que los objetivos de los accionistas (principales) y los directores (agentes) deben alinearse incrementando el vínculo de sus retribuciones (Murphy,1985; Jensen and Murphy,1990).

Así, la teoría del contrato óptimo (en inglés, optimal contracting theory) postula que un adecuado esquema retributivo contiene incentivos que intentan alinear los intereses del agente con los del principal, es decir, sirve para incentivar que los CEO/directivos adopten decisiones que beneficien también al principal, es decir, que premien la creación de valor en las empresas. Según Jensen (1983), bonus salariales variables, stock options, o incentivos a largo plazo, entre otros, permiten alinear los intereses con los de los legítimos propietarios de las sociedades. Del mismo modo, Eisenhardt (1989) indica que la mayor proporción de sueldo variable referenciada con indicadores de mecanismos de valor es una medida eficiente de reducción del oportunismo de los managers, por lo que se prevé un signo positivo entre el rendimiento empresarial y la compensación de los ejecutivos. No obstante, esta relación positiva puede verse afectada por los mecanismos de control que se den en la empresa con el fin de minimizar los problemas de agencia.

Los primeros trabajos empíricos parecían confirmar el enfoque de la teoría de la agencia. Murphy (1985), tras adoptar una metodología dinámica que estudiaba series temporales extensas, identificó que la retribución ejecutiva estaba perfectamente alineada con la creación de valor de las empresas. Sin embargo, Jensen y Murphy (1990) revelaron que la relación entre retribución y rendimiento existía, pero de forma débil, e.g. 1.000\$ de incremento en el valor empresarial solo conllevaban un incremento de 6,7 céntimos en salario de los ejecutivos.

Posteriormente, los artículos académicos empezaron a ofrecer resultados contradictorios. Los estudios publicados en la década de los 90 reportaron resultados muy heterogéneos sobre la correlación entre remuneración y rendimiento empresarial: algunos concluían una baja asociación (Belkaoui y Picur, 1993; David, Kochhar y Levitas, 1998; Gray y Cannella, 1997; Barkema y Gómez-Mejía, 1998) mientras que otros revelaban una correlación media o medio alta (Kaplan, 1994; Boyd, 1994 o Hall y Liebman, 1998).

Gómez-Mejía (1994) advertía que los resultados eran tan dispares que no se podrían obtener conclusiones empíricas que permitiesen establecer modelos predictivos.

Tosi et al. (2000) condensaron mediante meta-análisis los datos de las publicaciones reportadas hasta la fecha, llegando a la conclusión de que las variables relativas al tamaño de la empresa explicaban la retribución hasta nueve veces más que las variables de desempeño empresarial, que sólo alcanzaban a explicar un 5% de la retribución directiva. Por tanto, se ponía en duda que el diseño retributivo de los directivos fuera el deseado según la teoría de la agencia.

Sin embargo, la teoría de la agencia constituye la base de los códigos de buen gobierno y de sus reformas, que han proliferado en los últimos años, especialmente desde comienzos de siglo (Aguilera y Cuervo Cazorra, 2009), a través de los cuales se ha intentado vincular los intereses de los accionistas con la compensación ejecutiva.

Aunque los códigos suelen utilizar recomendaciones (bajo el principio de cumplir o explicar), en algunos casos también se ha recurrido a la imposición legislativa, como es el caso de la Ley Sarbanes-Oxley (SOX) de 2002. Así, las manifestaciones de la Junta sobre las retribuciones de los directivos (SoP por sus siglas en inglés), permite a los propietarios dar su consentimiento y acordar la remuneración de los ejecutivos. Correa y Leal (2016) que utilizaron una muestra de 38 países y analizaron el periodo 2001-2012 encontraron que el vínculo de rendimiento de los CEO se reforzó en aquellos países que adoptaron la cláusula SoP y el crecimiento de los salarios de los CEO se desaceleró.

Desde mediados de los años 70, la investigación se había centrado casi exclusivamente en analizar el comportamiento de las retribuciones en países del área *common law*, países con tradición legal anglosajona que tienen leyes más enfocadas a la protección del inversor y en los que, existe mayor dispersión del accionariado (La Porta et al., 1999).

No obstante, al revisar la literatura producida en las últimas dos décadas, la diferencia más notable con la investigación anterior es la difusión del análisis de la compensación de ejecutivos en todo el mundo, incluyendo la investigación en los países *civil law* donde existe menor protección del inversor y una mayor concentración de la propiedad, cuyos representantes incrementan su participación en los órganos de control para monitorizar la dirección ejecutiva (Barca y Brecht, 2001; Crespi y García-Crestona, 2002).

2.2.1. Evidencia empírica en países anglosajones

En países del área *common law*, las relaciones de agencia encuentran el mayor respaldo empírico. Así, en el Reino Unido, diversos autores (Mcknight y Tomkins, 1999; Benito y Conyon, 1999; Conyon, Peck y Sadler, 2000; Herdan y Szczepanska, 2011) revelan una asociación positiva entre la remuneración del CEO y el desempeño empresarial. Por otra parte, Ozkan (2007) reveló que las medidas de la junta de accionistas y las estructuras de propiedad explicaban el cambio en el pago total del CEO. También este autor concluye que la compensación de ejecutivos de EE.UU. y Reino Unido es similar (Ozkan, 2011); mientras que Gao y Li (2015) revelan que hay mayor sensibilidad en los salarios en EE. UU.

En EE.UU. casi toda la investigación publicada confirmó las predicciones de la teoría de la agencia. También hay varios análisis sectoriales: De Anderson, Banker y Ravindran (2000) en la industria tecnológica; Duru e Iyengar (1999) en el sector eléctricos; Gu y Choi (2004) en los casinos o Sun, Wei y Huang (2013) en el sector inmobiliario. Todos ellos reportaron una relación significativa al analizar la sensibilidad del rendimiento empresarial a la retribución ejecutiva. Otros resultados relevantes obtenidos en EE.UU. hacen referencia a que el vínculo entre remuneración y rendimiento es mucho más débil en las sociedades limitadas que en las anónimas (Gao y Li, 2015) o que la sensibilidad de

la compensación del CEO al desempeño de la empresa aumentó exponencialmente desde 1980 debido al uso de opciones sobre acciones (Hall y Liebeman, 2003). Además, según Conyon y Murphy (2000) el CEO medio en EE.UU. recibía el 1.48% del aumento en la riqueza de los accionistas en comparación con el 0.25% en el Reino Unido.

A su vez, Core, Holthausen y Larcker (1999) encontraron que las empresas con problemas de agencia tienen un mal desempeño, reportando además exceso de compensación en directivos y CEOs. Palmon y Wald (2005) encontraron evidencia de que una compensación excesiva está relacionada con el bajo desempeño de la empresa.

Sin embargo, algunos resultados muestran el efecto inverso sobre medidas de responsabilidad social corporativa (RSC). McGuire et al. (2003), encontraron que la presencia de altos niveles de incentivos a largo plazo está relacionada con un bajo desempeño corporativo social, dado que las presiones de rendimiento empresarial de estos incentivos alientan a los gerentes a participar en un comportamiento socialmente más arriesgado, por tanto, los incentivos al rendimiento empresarial podrían estar deteriorando el compromiso social de las compañías. Recientemente (Maas, 2018) comprobó con una muestra de 1.846 empresas que la presencia de incentivos RSC en los esquemas retributivos de los ejecutivos no mejoraba el rendimiento social corporativo de las empresas.

Los estudios en Australia muestran resultados diversos sobre la asociación entre retribución y rendimiento empresarial: Izan, Sidhu y Taylor (1998) así como O'Neill y Lob (1999) no encuentran resultados significativos. Merhebi, Pattenden Swan y Zhou (2006) confirmaron que no existe un vínculo positivo entre la retribución del CEO y el desempeño de la empresa. Sin embargo, Schultz, Tian y Twite (2013) utilizando una muestra más grande y un análisis de sensibilidad y elasticidad, proporcionaron pruebas

que respaldan una fuerte asociación entre la compensación del CEO y el desempeño corporativo.

2.2.2. Evidencia empírica en países asiáticos

Numerosos autores han estudiado la influencia de diversas peculiaridades del entorno empresarial sobre la relación remuneración -desempeño (en inglés, pay-performance).

Así, en China es frecuente y destacable la participación estatal en la estructura de propiedad. Firth, Fung y Rui (2005) encontraron que las empresas que tenían una agencia estatal como propietaria, eran menos sensibles al rendimiento salarial que las que tenían un inversor privado. Después de examinar los mecanismos de gobierno corporativo en China, Li et al. (2006) concluyeron que no había pruebas de que los CEO se beneficiaran de los consejos débiles. Buck et al. (2008) estimaron una elasticidad de rendimiento salarial equivalente a los estudios reportados con muestras de EE. UU. Sin embargo, en el sector bancario, Luo (2015) descubría que no hay sensibilidad en la relación entre rendimiento y retribución ejecutiva en los bancos chinos durante el período 2005-2012. Estas conclusiones fueron corroboradas por Zhou (2018), quien no encontró ninguna asociación entre el desempeño bancario y la compensación ejecutiva durante el período 2001-2009.

En un estudio realizado con empresas ubicadas en Hong-Kong, Cheng y Firth (2006) determinaron que la compensación estaba relacionada con el beneficio contable pero no con la creación de valor, mientras que Ke (2011) encontró poca evidencia de sensibilidad entre el rendimiento empresarial y la retribución de CEOs.

En India los resultados reportados son mayormente consistentes con la teoría de la agencia. Ghosh (2006), Jaiswall y Firth (2009), Saravanan, Srikanth y Avabruth (2018) o

Shiv y Kumar (2016) reportan que la remuneración del CEO estaba significativamente influenciada por el desempeño del año actual. Por el contrario, Parthasarathy et al. (2016) mostraron una falta de asociación entre las medidas de rentabilidad contable y la remuneración del CEO, además, la retribución de los accionistas muestra una relación negativa con la retribución del CEO.

En Pakistán (Shav y Javed, 2009; Sheickh, Zulfiyaq, Shah y Akbar, 2018) no encuentran una relación significativa entre la remuneración del CEO y las medidas financieras de desempeño. En Bangladesh, Rashid (2013) reportó una relación positiva con ROA y la Q de Tobin.

Respecto a la estructura de propiedad, varios análisis en Asia examinaron la influencia de los bloques de propietarios (en inglés, blockholders) en la compensación ejecutiva. En Corea del Sur, Kato, Kim y Lee (2007) informaron que la compensación de los ejecutivos coreanos se relacionaba positivamente con el rendimiento de los accionistas, sin embargo, tal correlación no existía para las empresas impulsadas por un *Chaebol* (grandes conglomerados de empresas familiares). Del mismo modo, en Filipinas, Unite et al. (2007) encontraron una relación significativa con aquellas empresas que no están afiliadas a un grupo corporativo familiar. Se obtuvieron resultados diferentes en Japón por Basu et al. (2006), determinando que los grupos *Keiretsu* (grandes grupos de empresas) supervisaban el pago de los CEO.

2.2.3. Evidencia empírica en países europeos

En la Europa continental, la evidencia empírica suele mostrar una correlación positiva pero débil entre la retribución directiva y desempeño empresarial, existiendo mucha más correlación con el tamaño de la empresa y otras variables de gobierno corporativo.

En Dinamarca, Banghoj et al. (2010) concluyeron que la relación entre retribución ejecutiva, tamaño empresarial y concentración de la propiedad era mucho más fuerte que con el rendimiento empresarial que ofrecía una asociación débil. Barontini y Bozzi (2009) mostraron, con una muestra de empresas que cotizaban en la Milan Stock Exchange, que la retribución directiva estaba relacionada principalmente con la concentración de la propiedad y con varias características de gobierno corporativo en lugar del rendimiento corporativo, lo que daba indicios de extracción de renta o sobrecompensación ejecutiva en las sociedades cotizadas italianas. En Portugal, Fernandes et al. (2007) examinaron si la estructura del consejo de dirección de las empresas influye en la compensación de los altos ejecutivos. Sus resultados arrojan dudas sobre la efectividad de los consejeros independientes, encontrando que las empresas con cero miembros independientes en el consejo de administración tienen menos problemas de agencia y logran una mejor alineación de los intereses de los accionistas y los directivos. En Alemania, Elston y Goldberg (2003) también encontraron una relación débil entre retribución directiva y rendimiento empresarial, siendo ésta más fuerte a medida que aumentaba la concentración de la propiedad, mostrando que existía ausencia de correlación cuando la propiedad estaba dispersada.

En España, Crespi y Caldera (2008) encontraron que la estructura de capital y deuda de las empresas es relevante para explicar la relación retribución-desempeño, especialmente la concentración de propiedad y el apalancamiento de la empresa. Profundizando en la estructura del consejo, López-Iturriaga et al. (2014) estudiaron el comportamiento de

empresas cotizadas durante el periodo 2004-2010 y concluyeron que la relación pay-performance existía en mayor medida en aquellas empresas en las que había una mayoría de consejeros resistentes a la presión, a diferencia de las que contenían directivos dominicales sensibles a la presión en las que no se daba la correlación pay-performance.

2.3. TEORÍA DEL SERVIDOR O MAYORDOMO

Como alternativa o contraposición a la teoría de la agencia, Davis y Donaldson sostienen en *Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns* publicado en el año 1991, que los gestores de las sociedades no están motivados por necesidades y deseos personales, sino que se ven a sí mismos como administradores con los mismos motivos y objetivos que los propietarios societarios.

Aunque esta teoría del servidor o mayordomo (en inglés, Stewardship Theory) tendría como modelo principal original la empresa familiar, la teoría del servidor surge para explicar también el funcionamiento de cualquier empresa que se rija por valores de honestidad y confianza.

La hipótesis principal sostiene que si la empresa se rige por valores de integridad que sirven de base para las acciones de la gerencia en todas las decisiones, no existe necesidad de control ni de incentivos, puesto que la dirección de la empresa está compuesta por personas honradas que trabajan juntas con todos los niveles de empleados y otros partes interesadas (clientes, proveedores, comunidades) que comparten los mismos valores (Davis y Donaldson, 1991).

El Cuadro 2.2., recoge las principales diferencias entre la teoría de la agencia y la del servidor. En primer lugar, cabe destacar que la teoría de la agencia tiene un fundamento económico mientras que la teoría del servidor tiene fundamentos psicológicos y

sociológicos. Además, como podemos observar en el cuadro 2.2., mientras que la teoría de la agencia descansa en un ambiente de falta de confianza abierto a constantes conflictos, en la teoría del servidor el contexto es de confianza y colaboración asumiendo los agentes los objetivos del principal. La teoría de la agencia asume que los ejecutivos no se identifican con la empresa y actúan de forma individualista mientras que en la teoría del servidor el sentimiento de los directivos es el de pertenecer a un colectivo con el que se sienten plenamente identificados.

Cuadro 2.2. Divergencias entre la teoría de la agencia y del servidor

Dimensión	Teoría de la agencia	Teoría del servidor
Base teórica	Económica	Psicológica y sociológica
Aproximación	Control (desconfianza)	Colaboración (confianza) Objetivos compatibles y
Relación principal-agente	Conflicto de objetivos	Alineados
Motivación del agente	Extrínseca	Intrínseca
Identificación con la empresa	Baja	Alta identificación
Carácter humano	Individualista	Colectiva
Mecanismos de gobierno	Monitorización e incentivos	Estructuras fortalecedoras

Fuente: Adaptación de [Stijn Van Puyvelde](#) et al. (2012)

Mientras que la base de la teoría de la agencia reside en el comportamiento oportunista de los agentes, en la teoría del servidor se da un comportamiento honesto y alineado con los intereses de los accionistas.

La teoría del servidor ha sido criticada por no ser una teoría en sí misma independiente, sino constituir un caso concreto que se da dentro de la teoría de la agencia (Albanese et al.1997). Según éstos autores, dada la perfecta sintonía que se da en la empresa entre los incentivos del principal y del agente, no existen costes de agencia y por tanto no son

necesarios mecanismos de gobierno corporativo que los minimicen, entre los que se encuentran los esquemas retributivos que incentivan a los ejecutivos.

Las metodologías que tratan de testar la teoría del servidor suelen analizar variables cualitativas como: las relaciones en la empresa, los valores de las organizaciones, el carácter familiar, el compromiso o el carácter de los CEO y otros directivos.

En el ámbito de la empresa familiar, en el marco de la teoría del servidor, la retribución de las empresas familiares está relacionada principalmente con la confianza y la ausencia de conflicto familiar y empresarial. Por ejemplo, Eddleston y Kellermans (2006) encontraron que el altruismo puede disminuir la aparición de conflictos de relaciones y también puede contribuir a un proceso de estrategia participativa en las empresas familiares. Por tanto, el altruismo explicaría por qué en algunas empresas familiares los directivos pueden trabajar juntos con éxito mientras que en otras los miembros de la familia están cargados de animosidad que deteriora el rendimiento empresarial.

Otras investigaciones (Daily y Dollinger, 1992; Lee y Rogoff, 1996) evidencian que las empresas familiares conflictivas sufren de un menor rendimiento empresarial y aunque la retribución no está en la teoría del servidor afectada por el incremento del valor de las firmas, sí que se puede ver afectada por la atmósfera que se respira en cada empresa familiar.

Utilizando también la teoría del servidor, Welsh et al (2013) sostienen que la segunda generación empresarial suele tener más aversión al riesgo y adopta posiciones más conservadoras lo que afecta al diseño de sus retribuciones.

2.4. TEORÍA DE LA HEGEMONÍA GERENCIAL

El origen de la teoría de la hegemonía gerencial (en inglés, Managerial Power Theory, MPT) se halla en los trabajos de Bebchuk y Fried (2003, 2004) cuando establecieron que los esquemas retributivos de las sociedades, lejos de estar perfectamente alineados con los intereses de los accionistas, son el origen de los conflictos societarios, dado que son diseñados por los directores ejecutivos para extraer más renta de las que les pertenece.

Por tanto, mientras que el diseño de las retribuciones a los directivos supone una solución a los problemas de agencia, según la teoría de la hegemonía gerencial representa un problema adicional más que una solución. Así, la falta de control por parte del principal, a través de los órganos de gobierno de la sociedad (en particular del consejo de administración) y el exceso de poder de los directivos (agente) conduce a que los directivos diseñen esquemas retributivos que van en su propio beneficio, aunque suponga un detrimento para la sociedad, es decir, se agrava el riesgo moral.

También esta teoría se opone frontalmente a la teoría del servidor, sobre todo porque sustituye a unos directivos que comparten los objetivos de las sociedades y con valores honestos y rectos por otros ejecutivos que se aprovechan de su posición, no comparten los objetivos de las organizaciones y no merecen ningún atisbo de confianza.

Aunque nos encontramos ante una teoría joven y reciente, desde la publicación de los trabajos de Bebchuk y Fried (2003, 2004) se han sucedido los estudios que tratan de aportar evidencia empírica sobre los posibles mecanismos de extracción de rentas utilizados por los directivos. Autores como Garvey y Milbourn (2006) o Harris y Clegg (2009) demuestran que la retribución se correlaciona positivamente en fases de beneficios o creación de valor, pero no negativamente en fases de decrecimiento o pérdidas de flujo

de caja. Es más, no se espera una correlación directa entre el output de las compañías y la retribución de CEO's y directivos.

Surge entonces la pregunta de cómo es posible que los directivos ejecutivos consigan extraer renta a pesar de los mecanismos de control. En el marco de la MPT, los directivos extraen renta mediante el ejercicio de su influencia, poder y relaciones, por lo que suelen observarse las relaciones entre el total de la retribución de los directivos con las características de gobierno de las sociedades.

Así, el hecho de que la retribución de los CEOs podría ser ampliamente explicada por las características del consejo de administración y por la estructura de la propiedad ya fue evidenciado por Core et al. (1999) utilizando una amplia muestra de empresas de EE.UU. Posteriormente, Bebchuk y Fried (2003) evidencian que las remuneraciones distan mucho de estar perfectamente alineados con los intereses de los accionistas puesto que el poder de gestión de los directivos desempeña un papel importante en el diseño de sus retribuciones.

Amzaleg et al. (2014) con una muestra israelí de 135 empresas demuestran que cuanto más poder tienen los CEOs las estructuras retributivas actúan con más orientación a la extracción de renta. Además, dada la correlación existente entre el tamaño de la empresa y la remuneración ejecutiva (Tosi et al., 2000), otra forma de conseguir niveles de retribución crecientes es favorecer incrementos de tamaño de las empresas mediante adquisiciones o fusiones, aunque no sean necesariamente provechosas para las sociedades. Posteriormente, O'Reilly y Main (2010) encontraron que la compensación de los administradores de las sociedades anónimas cotizadas no podía explicarse mediante la teoría de la agencia, dado que tenían una conexión débil con el desempeño corporativo,

por el contrario, la retribución directiva se explicaría por las conexiones de poder desarrolladas en el ámbito del consejo de administración.

Otra explicación radica en las características personales de los ejecutivos, cuyo carisma, poder o influencia hace que puedan amortiguar los mecanismos de gobierno corporativo. Brik et al. (2006) concluyeron que la retribución del CEO está positivamente correlacionada con la del resto de directivos, su evidencia es consistente con una compensación excesiva debido al amiguismo y clientelismo entre directivos, por lo que la capacidad para establecer relaciones personales e influencia sobre el entorno de la dirección y el consejo sería otra posible vía para el autodiseño de los incentivos retributivos. Aunque los autores reconocen que en su estudio hay variables no observables que es difícil detectar debido a la complejidad de las redes personales que se dan en la empresa.

El diseño de stock options es otra forma de sobrecompensación ampliamente estudiada. Yermack (1997) advirtió que el reducido precio de las opciones sobre acciones en determinados tiempos de bonanza aportaba espectaculares beneficios patrimoniales a los ejercientes de los derechos sobre opciones. Por ejemplo, en 1998 el consejero delegado de Telefónica, Juan Villalonga obtuvo unas enormes plusvalías al ejercer derechos sobre opciones de 21,4 millones que se habían diseñado al mismo tiempo que Telefónica negociaba la creación de un conglomerado con la compañía MCI WorldCom (El Mundo, 16-6-2020). De igual forma, en Tabacalera la fuerte revalorización de las acciones de la empresa tras la compra en 1997 de Havatampa provocó fuertes plusvalías por el ejercicio sobre derechos de opciones (EFE La Vanguardia, 2007). En estos ejemplos nos encontramos con problemas similares al de la teoría de la agencia, siendo el de la posesión de información privilegiada por parte de los ejecutivos y el uso para el beneficio propio de la información el centro del problema.

Por otro lado, Bebchuk y Fried (2004) insisten en la transparencia como solución a los problemas que genera la hegemonía directiva, por lo que la información reportada en la memoria de las cuentas anuales, en los informes anuales de gobierno corporativo o en los propios informes sobre retribuciones, cobra especial relevancia.

El meta-análisis de Van Essen et al. (2015) se realizó sobre 219 artículos llevados a cabo en EE.UU. que abordan las relaciones entre los indicadores del poder de gestión y los niveles de sensibilidad entre la compensación del CEO y el desempeño empresarial. Los resultados indican que la teoría de la hegemonía gerencial predice algunas variables de retribución de directivos. En las situaciones donde los CEOs tienen poder sobre el proceso de establecimiento de retribuciones, reciben niveles significativamente más altos de efectivo total y compensación total. En contraste, donde se espera que las juntas directivas tengan más poder, los CEOs reciben menos efectivo total y menos compensación total. Además, contrariamente a la predicción de la teoría de la agencia, los resultados muestran que la independencia de los consejos está positivamente asociada a la retribución total de los CEO. Tampoco obtuvieron resultados significativos sobre la asociación entre experiencia de los CEOs en la compañía y su retribución. Tampoco los resultados avalan la relación entre la retribución ejecutiva total y la vinculación pay-performance.

2.5. TEORÍA DEL TORNEO

Al igual que la teoría de la agencia, la teoría del torneo (Tournament Theory, en inglés) ha sido adaptada a otras materias como derecho, ecología o deporte, por el contrario, la teoría del torneo no aborda específicamente la relación directa entre retribución ejecutiva y rendimiento empresarial, aunque ha evolucionado también desde su concepción

corporativa original para explicar las estructuras de retribución de los empleados dentro de las organizaciones (Messersmith, Guthrie, Ji, & Lee, 2011).

Bajo el marco teórico de la teoría del torneo, propuesto por Lazear y Rosen (1981), los agentes participantes en el mercado laboral reciben premios que dependen del orden de clasificación de los empleados, quienes actúan como concursantes en las distintas promociones que se dan en las empresas por las que compiten. Conyon y Sandler (2001) sostienen que en los torneos y promociones lo que importa no es tanto el rendimiento sino la competitividad frente a los compañeros que actúan como competidores. Así, la teoría del torneo pone el énfasis en la jerarquía y en el modo en que la competitividad organiza verticalmente las sociedades y fija premios por adelantado que sirven de motivación y esfuerzo para competir y obtener una promoción.

En una economía de base esencialmente competitiva, su influencia es creciente e influye cada vez más en la investigación de los procesos de relación jerárquica y promocional, por ello la investigación basada en la teoría de torneos ha aumentado exponencialmente desde los años 80 (Connelly et al., 2014).

Lazear y Rosen (1981) aplicaron la teoría del torneo para explicar la brecha salarial entre el CEO y el siguiente escalafón de directores ejecutivos: Si la retribución es desproporcionalmente más elevada en los escalones superiores de las empresas, actuará de incentivo para los estratos medios, medio-altos o para cualquiera que tenga la percepción de que puede ascender en la empresa mediante torneos o promociones que valoren su rendimiento personal.

Es importante que las recompensas crezcan en cada etapa para mantener los incentivos (Gibbs, 1994). El último premio, el obtenido al convertirse en CEO, será aún mayor, para ofrecer incentivos equivalentes a un horizonte infinito de futuras competiciones. Así, el sueldo desproporcionalmente elevado del CEO sirve como motivador y hace que el

número de participantes aumente para competir por el premio, es decir la promoción a CEO (Lambert et al. 1993).

La aplicación de los postulados del torneo a los esquemas retributivos, fundamenta la relación directa entre desigualdad positiva en la retribución de los ejecutivos superiores y el rendimiento empresarial. Uno de los primeros estudios (O'Reilly, Main, & Crystal, 1988) no validó esta hipótesis. Posteriormente, Cappelli & Cascio (1991) o Eriksson (1999) sí demuestran que el mayor rendimiento empresarial se relaciona con mayores brechas en la retribución de los empleados. Otros autores (Main et al, 1993; Conyon, Peck & Sadler, 2001) también concluyen que la existencia de premios en forma de retribuciones elevadas en la parte superior de la pirámide empresarial lleva a un mayor rendimiento en todos los niveles promocionables de la empresa.

Es necesario destacar una crítica importante a la literatura sobre retribuciones basada en este marco teórico: Gibbs (1995), tras analizar los mecanismos de promoción de 5.218 empresas, advirtió que la heterogeneidad y diversidad de las promociones y ascensos no permitía utilizar datos empíricos para dar validez a la teoría del torneo.

También desde un punto de vista teórico se puede cuestionar la validez de los torneos, puesto que las organizaciones disponen de mecanismos de promoción adecuados y meritocráticos, por tanto, que la concentración salarial sea positiva en la creación de valor empresarial es discutible en sí misma. Adicionalmente, Sheremeta (2015) identifica problemas en los ascensos y promociones que no habían sido previstos por Lazear y Rosen (1981), tales como que la estructura competitiva de los torneos crea unos pocos ganadores a expensas de muchos perdedores, lo que puede crear el "efecto de desánimo" en los trabajadores de menor capacidad, que reducirán el esfuerzo o se retirarán del torneo. Sheremeta (2015) advierte también que convertir a los trabajadores en competidores puede llevar a un comportamiento más egoísta y menos útil, puesto que la

predisposición a colaborar se reduce o anula, reforzándose comportamientos contraproducentes, como el engaño o el sabotaje.

De hecho, Hayward y Hambrick (1997) comprobaron empíricamente que las grandes brechas en las jerarquías laborales dificultaban el trabajo en equipo y aumentaban la individualidad. En la misma línea, Kepes, Delery y Gupta (2009) demostraron que la dispersión salarial se relacionaba con una menor productividad.

2.6. TEORÍA INSTITUCIONAL

Para explicar cómo se han diseñado los esquemas retributivos, además de tener en cuenta los factores que inciden en la organización y estructura interna de las empresas es necesario además incluir los factores externos a la empresa. En este sentido la teoría institucional incide en las instituciones y como éstas afectan a todo el funcionamiento de la sociedad, entendiendo por instituciones los esquemas, normas y regulaciones que condicionan el comportamiento y la conducta humana y permiten predecir y dar valor a la vida social (Di Maggio y Powell, 1991).

La teoría institucional surge del institucionalismo organizacional, que analiza cómo las organizaciones en su afán de querer ser aceptadas, se adaptan a las presiones institucionales, lo que se recompensa con una mayor legitimidad. Estas presiones pueden ser ejercidas no solo por el Estado, sino también por los medios de comunicación, por las expectativas de la sociedad, por empresas líderes o por cualquier tipo de asociación que pueda ejercer algún tipo de influencia en el resto de la sociedad (Di Maggio y Powell, 1983).

Las organizaciones, para sobrevivir, buscan legitimidad en contextos complejos en los que interactúan con otras organizaciones aparentemente similares con las que intercambian información, recursos sociales y materiales, y que en algún momento determinarán el tipo de actividades a desempeñar, así como su comportamiento organizacional (Beckert, 1999). Para alcanzar esa legitimidad las organizaciones incorporan elementos organizativos legitimados, que definen el valor de los elementos estructurales, promueven el éxito y la supervivencia de la organización, reducen la incertidumbre y las posibilidades de fracaso (Montaño Hirose, 2010).

Como resultado de ese proceso, se alcanza un isomorfismo institucional, es decir, las organizaciones se vuelven más homogéneas unas con respecto a otras al enfrentar condiciones contextuales aparentemente similares (DiMaggio y Powell, 1999). Se supone que los modelos organizativos, al ser efectivos en organizaciones que comparten el tiempo, espacio y otras características organizacionales aparentemente similares, funcionarán de la misma manera en aquellas organizaciones que los adoptan y adaptan a sus estructuras (Scott y Meyer, 1994; DiMaggio, 1999).

Este isomorfismo organizativo puede tener tres orígenes: i) mimético, por el que las organizaciones imitan de forma voluntaria, frente a situaciones de incertidumbre, a otras organizaciones, generalmente a las que consideran líderes, para actuar de forma conjunta y como forma de legitimar sus actuaciones; ii) coercitivo, cuando las organizaciones adoptan ciertas actitudes que la legitiman debido a presiones que pueden ser tanto de tipo formal o informal, puesto que la presión es ejercida por el estado, otra organización más poderosa o por la sociedad, así, las presiones incluyen regulaciones que obligan a obedecer y otorgan legitimación únicamente a aquellas organizaciones que obedecen; y iii) normativo, que surge de la presión ejercida por la propia profesión, siendo el colectivo profesional el que define métodos y normativiza los controles de los procesos productivos

que están detrás de los cambios institucionales (Larson, 1977; Collins, 1979; DiMaggio y Powell, 1983).

La teoría institucional predice que este comportamiento isomorfista se recompensa con una mayor legitimidad ante el resto de la sociedad. Entre las ventajas que ofrece una mayor legitimidad se encuentran, por ejemplo, la mejor posición a la hora de negociar con clientes y proveedores o acceder a mejores condiciones de financiación debido a la confianza que proviene de su legitimación (DiMaggio y Powell, 1983).

No obstante, los sociólogos organizacionales con frecuencia encuentran que las conductas y estructuras que son instituciones legitimadas en la organización cambian más lentamente que las que no lo son, pues las instituciones no sólo limitan las opciones, sino que también establecen los criterios por los que las personas descubren sus preferencias (DiMaggio y Powell, 1999).

Además, seguir las exigencias institucionales conlleva soportar unos costes de adaptación y las empresas continuamente están en proceso de decisión sobre seguir las presiones, evaluando el coste y el beneficio que conllevan los procesos de adaptación. Por ejemplo, una empresa que tenga un riesgo contaminante, llevará a cabo una inversión que limite la contaminación si obtiene un retorno positivo desde sus grupos de interés, en caso contrario se abstendrá de realizar la inversión. De ahí la importancia que tienen las normas y convenciones sociales a la hora de determinar los comportamientos de las empresas puesto que, en sociedades carentes de valores y normas, la presión percibida por los ejecutivos de las empresas será muy reducida y no estarán dispuestos a soportar los costes de adaptación. Según Araújo (2003), son las empresas las que deciden su respuesta ante la influencia de su entorno, la respuesta no está predeterminada, dos empresas pueden actuar de forma completamente distinta ante la misma presión.

Los meta-resultados de Heugens y Lander (2009) muestran que la influencia de la estructura social es débil, pero que aquellas organizaciones que se adaptan a las normas y valores obtienen un efecto positivo en el rendimiento empresarial. En otro meta-análisis posterior, Efendic, Pugh y Adnett (2011) también evidenciaron los efectos positivos de la presión las instituciones en la productividad empresarial.

La retribución de los ejecutivos también está en función del grado de adaptación de las empresas al entorno. Considerando el isomorfismo institucional, según Di Maggio y Powell (1983) tanto los accionistas como los consejos de administración diseñan los paquetes retributivos ejecutivos imitando al resto de las empresas (isomorfismo mimético) o siguiendo sin más las indicaciones de los reguladores al margen de que esta regulación sea óptima para la empresa (isomorfismo coercitivo). Los esquemas óptimos de retribución ejecutiva dependerán de la cultura, de los valores y de la percepción social sobre cómo debe diseñarse el salario base y los incentivos de los ejecutivos: si en los valores, normas o referentes del entorno de la sociedad existe presión para que la retribución de los directivos se justifique mediante la creación de valor empresarial a largo plazo, las cúpulas directivas diseñarán paquetes retributivos para adaptarse a las demandas institucionales. Aunque también puede darse el caso contrario, es decir, que la presión ejercida por las instituciones sea la de generar beneficio cortoplacista sin prestar atención a la sostenibilidad de las empresas, en cuyo caso cabe esperar que, si los esquemas retributivos de los directivos están en función de perseguir incentivos superiores e inmediatos, asuman una mayor tendencia al riesgo. En este sentido, Berrone y Gómez-Mejía (2009) plantean la hipótesis de que los ejecutivos de empresas potencialmente contaminantes con mayor responsabilidad ambiental son retribuidos a un nivel superior que los de empresas con mayor nivel de polución.

Peng et al. (2009) demostraron que, en ausencia de directrices claras por parte de las instituciones formales, la adaptación a las instituciones informales, incluyendo esquemas retributivos vinculados a la creación de valor empresarial, reduce incertidumbre y genera confianza hacia sus grupos de interés. Fernández-Alles et al. (2006) también corroboran la adaptación de las retribuciones según la teoría institucional, que además completaría la teoría de la agencia cuando ésta no consigue explicar completamente el comportamiento de las retribuciones de los directivos.

Sin embargo, Zajac (1994, 1998) concluye que muchas veces la adaptación de las retribuciones a las demandas institucionales es más simbólica que efectiva. Según Sun, Zhao y Yang (2010) se necesitan mayores análisis empíricos para determinar la influencia de las instituciones en el gobierno corporativo y más específicamente en el diseño de la remuneración de consejeros y directivos.

Finalmente, el Cuadro 2.2. presenta las diferencias entre las principales teorías que hacen referencia a las retribuciones de los ejecutivos.

Cuadro 2.3. Marcos teóricos en los que se ha desarrollado la investigación sobre remuneración de directivos

	Teoría de la agencia	Teoría de la hegemonía gerencial	Teoría del torneo	Teoría del servidor	Teoría institucional
Enfoque	Económico	Económico	Psicológico	Psicológico	Sociológico
Postulados	El contrato óptimo alineando intereses de agente y principal	El poder del CEO sobre el consejo de administración desvía el esquema retributivo a su favor	Las diferencias salariales estimulan la productividad de los mandos intermedios	No existe discrepancia de intereses entre CEO y empresa	El sistema retributivo será el resultante de las presiones institucionales

CAPÍTULO 3

METODOLOGÍA UTILIZADA EN ESTUDIOS PREVIOS: META-ANÁLISIS DE LOS FACTORES DETERMINANTES DE LA RETRIBUCIÓN DE CONSEJEROS

Este meta-análisis hace un balance de 121 estudios sobre la remuneración de los directores ejecutivos publicados entre 1998 y 2018 con el objetivo de identificar los principales impulsores de la remuneración de los directores ejecutivos desde una perspectiva global, con el objetivo de contribuir al debate actual entre las relaciones de propietarios y directivos que se establecen en las corporaciones empresariales.

Los meta-resultados revelan una correlación positiva entre la remuneración y el rendimiento de los directores ejecutivos (el coeficiente de correlación más alto corresponde a las ganancias por acción con un 34 %) tal como prescribe la teoría de la agencia y promueven las actuales directrices internacionales de gobierno corporativo. Sin embargo, el tamaño de la empresa sigue predominando como principal impulsor de la remuneración de los directores ejecutivos (el coeficiente de correlación es de alrededor del 44 %) según las premisas de la teoría hegemónica gerencial. Además, nuestros resultados concilian ambos enfoques porque los resultados de las metarregresiones sugieren que las empresas más grandes y los directivos más independientes fortalecen la asociación entre pago y desempeño.

3.1. INTRODUCTION

CEO compensation has been a spirited debate during the last two decades of the past century and still remains a controversial issue (Crocì, Gonenc & Ozkan, 2012): The global financial crisis around 2008 and high-profile corporate failures (Enron, Worldcom, Fannie Mae, General Electric) revealed that CEO pay was excessive and failure-rewarding (De Andres, Reig & Vallelado, 2018).

Two theories lie behind the two main, and widely discussed, drivers of CEO pay, i.e. firm performance and firm size. Under the agency theory (Jensen & Meckling, 1976; Fama & Jensen, 1983), the pay-performance rewarding scheme provides the best alignment between the CEO and the shareholder's interests.

However, according to the managerial power theory (MPT) (Bebchuk & Fried, 2003), executives would rather link their remuneration to firm size, over which they exert more influence through new investments or acquisitions (in spite of any damage in profits) and that may also lead to more power and prestige. Prior meta-evidence corroborates the predominance of the pay-size correlation over alternative firm's variables (Tosi, Werner, Katz & Gómez-Mejía, 2000).

Ongoing regulatory efforts in the USA (e.g. SOX, 2002; Dodd–Frank Act, 2010) or in the European Union (e.g. FRC, 2010; EU Directive 2013/36/E; EBA, 2015), following the agency premises, pursue to strengthen the link between the CEO compensation and the firm's short/long performance. Moreover, they aim to constrain the discretion in CEO pay and to implement equity-based components in the compensation policies. They also promote: i) empowering shareholders to monitor the compensation policy's compliance

(say-on-pay clause) and, ii) the remuneration committee consisting exclusively of non-executive or supervisory directors.

Though, little is known about the effectiveness of these Corporate Governance (CG) policies because executive agreements are opaque and the link between remuneration and performance is very weak or difficult to establish (OECD, 2009). In addition, archival research is not conclusive: Bebchuk & Grinstein (2005) document that, from 1993 until 2003, the total compensation had grown beyond the increase in firm size or performance because equity-based compensation had increased without reducing the non-equity part. Conversely, Chavelas (2011) report a new significant and positive CEO pay-performance association after the CG reform that took place in Greece in 1999. Fernandes, Ferreira, Matos & Murphy (2012) also document an improvement in the CEO pay behaviour triggered by the European legislative changes.

Since prior global evidence does not consider recent governance measures (Tosi et al., 2000) or only takes into account USA-based studies (Van Essen, Otten & Carberry, 2015), the need to further explore the current determinants of CEO pay in a multinational setting motivates this paper because during the last two decades several factors might have altered prior meta-results on CEO pay: i) the Sarbanes-Oxley (SOX, 2002) and the Dodd Frank (2010) acts in the USA, several European Directives 2009/385, 2013/36, 2017/828 (EU) and the recommendations of the Cadbury and Greenbury Reports in the UK; ii) new published evidence from a wide diversity of economic and institutional environments; iii) the last global financial crisis around 2008, which prompted new CG recommendations (OECD, 2009) and rules in the banking industry (EU Directive 2013/36/E; EBA, 2015), and iv) recent sensitive analyses (Gigliotti, 2013) providing new outcomes to integrate in the MA that might help to understand the CEO pay behavior.

This study aims to shed some light over this topic by integrating empirical results on CEO pay in order to assess if, from a summarized view, prior tested variables currently impact on the CEO compensation and to identify moderators that might explain the heterogeneity in reported findings.

We perform a MA on 121 studies published from 1996 until mid-2018 in JCR/Scopus indexed journals.

This study contributes to prior literature in a number of ways: i) it updates and expands the scope of prior meta-analysis (Tosi et al., 2000; Van Essen et al., 2015) providing recent and worldwide meta-results; ii) it explores moderating factors that might explain CEO pay behaviour; iii) it applies a Meta-Analytic Regression Analysis (MARA) on the main CEO pay forces providing new evidence on the agency and MPT frameworks.

Outcomes of this research could be of interest not only for regulators and standard setters but also for other stakeholders, because the inverse causal relationship also applies: Abowd (1990), after examining CEO pay in 250 large firms during 1981-1986, found that increases in the link compensation-shareholder return enhanced firm performance. Thus, the efficacy of governance regulations would benefit shareholders and third parties interested in the firm's performance. Researches can also benefit from a structured and systematic review of the, to date, published results.

3.2. LITERATURE REVIEW AND RESEARCH QUESTIONS

Two main drives of CEO pay, i.e. firm performance and firm size, and their related theories (agency and managerial theory, respectively) constitute the core of the academic debate and provide the basis for the first research question of this study.

On the one hand, scholars in economics and finance commonly follow the agency theory (Fama & Jensen, 1983; Jensen & Meckling, 1976), which advocates that the optimal contract is the one that links CEO pay with performance, controlling for firm risk measures, because it closely aligns the interests of shareholders (principal) and the managers (agent) and, consequently, it reduces agency problems.

How to operationalize the construct *performance* is also debatable: The use of market-based variables, such as return to shareholders, market to book value or Tobin's Q seem to better attach shareholder and manager interests. Conversely, Bertrand & Mullainathan (2001) claim that the stock market evolution is not entirely controlled by managers and, therefore, the use of accounting variables, i.e. ROA and ROE should be desirable. Worth noting, the extensive earnings management literature evidences the danger of employing accounting measures that might suffer from manipulation.

Nevertheless, vast literature documents that pay-performance relationship in privately held firms is weak (e.g. Jensen & Murphy, 1990; Tosi et al. 2010; Banghøj Gabrielsen, Petersen & Plenborg, 2010) and limited evidence corroborates the agency postulates (Banker, Darrough, Huang & Plehn-Dujowich, 2012).

On the other hand, rather than contradicting the agency theory, the MPT explains why the CEO compensation is, in many cases, part of the problem, rather than the solution itself

(Bebchuk and Fried, 2003; 2004) and the reason for a pay-size correlation higher than the pay-performance one (Tosi et al. 2000 and Van Essen et al. 2015). Executives prefer to link their remuneration to the firm size because they exert more control over the firm growth (through new investments and/or acquisitions) and managing bigger firms also leads to more power and prestige. In addition, the increasing organizational complexities and human capital needs of growing companies seem to better justify their remuneration (Chalmers, Koh & Stapledon, 2006).

Then, CEO's preferences (higher pay and lower pay-performance association) would prevail upon the shareholder's ones (lower pay and higher pay-performance association) in those firms with weaker governance mechanisms and higher CEO power over-the-board. In this context, CEOs might influence board decisions on the rewarding agreements that are prone to satisfy CEO's rather than shareholder's interests. Hence, remuneration might be higher and tighter to firm size than it should be desirable.

In consequence, according to MPT, we expect "good" boards, that is, boards that are not too big to face problems of coordination and communication (Jensen, 1993; Yermack, 1996); active (Vafeas, 1999) and independent (Fama and Jensen, 1983; Core, Holthausen & Larcker, 1999) result in less CEO pay and higher pay-performance association. However, some studies reported a positive association between *Board Independence* and CEO pay because the external members seem to be more influenced by CEOs (Wade, O'Reilly & Chandratat, 1990; Lambert, Larcker & Weigelt, 1993; Boyd, 1994). In this vein, CEO duality (CEO that also chairs the board) is also expected to influence on the rewarding agreements.

Researchers have also explored a wide assortment of CEO-related variables: Commonly, CEO Age and CEO Tenure control for the superior skill management associated with higher experience and expertise that triggers, ultimately, higher executive compensation.

Ownership concentration is negatively associated with CEO pay, because a high number of shareholders hinders a good coordination and supervisory function (Schwalbach, 1990; Core et al. 1999). The relationship between firm's leverage and CEO pay also commonly turns up to be negative, because financial institutions refuse financing firms without minimal governance principles (Jensen, 1986).

However, empirical evidence confirming the MPT is not conclusive (Murphy, 2002). For instance, the simultaneous increase in CEO pay and either the increase in the board independence (Conyon, 2006; Hall & Murphy, 2003) or shortened CEO tenure (Kaplan, 2008) raise doubts over managerial premises. Conversely, Core et al. (1999) concluded that CEO earns greater compensation when governance structures are less effective.

The MAs provided by Tosi et al. (2000) and Van Essen et al. (2015) conclude that firm size explained more significantly the variance in total CEO pay than performance measures. This may support the transcendence of managerial preferences supported by MPT.

However, none of them includes relevant governance measures (Dodd–Frank Act of 2010, Section 952; FRC, 2010 or EU Directive 2013/36/E) and the research conducted by Van Essen et al. (2015) is only focused on USA firms. Therefore, since this study aims to update and test in a multinational setting the MPT/agency theory, we posit the following research question:

RQ1: According to prior reported results, which are the variables that exhibit the highest association with CEO pay?

Moderating factors

Governance codes and regulation: The Cadbury and Greenbury Reports and the SOX

During the period that covers this MA, the evolution of pay-performance might have been shaped by the successive CG Codes and regulations. In particular, we explore the influence of the following moderating factors:

- i) The issuance of CG recommendations. Ozkan (2011) revealed that the aim of the British Cadbury (1992) and Greenbury (1995) Reports to more closely link CEO pay to firm performance had not been totally effective. Likewise, the results of Girma, Thompson & Wright (2007) suggested that the impact of Cadbury reforms had been disappointing, pay-performance link was reduced, and the link pay-size had been reinforced.
- ii) The approval of mandatory legislation. In addition to the typical ‘complain or explain’ approach of GC codes, in the USA, mandatory legislation such as SOX (2002) might have altered the main CEO pay forces. Chang, Choy & Wan (2012) observed, after examining 1,500 S&P firms, that SOX induced to weak alignment between shareholders and CEOs. However, SOX prompted a positive impact on pay-performance (Chen, Jeter & Yang, 2015) and significant increases in total compensation (Wang, 2010).

Due to the limited availability of publications in other countries, we restrict the exploration to how British Cadbury and Greenbury Codes and the American SOX moderate reported findings, by investigating this research question:

RQ2: Does the issuance of the Cadbury-Greenbury Reports in the UK/the approval of SOX in the USA explain the heterogeneity of prior reported results?

Financial industry

In the aftermaths of the financial crisis, in order to restore trust in the financial industry (De Bondt, 2013), among other measures, authorities have released new rules and guidelines on CEO remuneration practices in the banking industry (EU Directive 2013/36/E; EBA, 2015), because financial institutions were paying bonuses to the managers responsible for the banks' collapse. As a consequence of those measures, De Andres et al. (2018) document a significant increase (88%) in the fixed remuneration over variable pay in 2014 compared to 2013.

Since the banking industry is subject to specific regulation, their published results might offer homogeneity. However, in most studies, the sample does not specify whether they include the financial industry or not and, therefore, we cannot disentangle the correlation coefficients of the banking industry from the remaining industries. Thus, we explore the following research question in order to identify whether the CEO pay drivers are homogeneous in the financial sector:

RQ3: Does the industry (financial vs total industry) explain the heterogeneity of prior reported results?

Dependent variables

CEO pay investigations have explored the two components of the *Total compensation*, that is, *Cash and Non-cash components*, the latter pursuing to increase pay-performance sensitivity. However, Buck, Liu & Skovoroda (2008) confirmed that, while increasing

CEO's total rewards, the presence of non-cash incentives is associated with reductions in pay-performance sensitivity.

Brick, Palmon & Wald (2006) also split the dependent variable into *CEO compensation* and *Executive compensation* and concluded that both variables were correlated, revealing possible problems of complicity inside the companies.

In consequence, we have explored whether the operationalization of the construct CEO pay through the above mentioned variables also moderate prior findings, through the following research question:

RQ4: Does the operationalization of the dependent variable (i.e. CEO vs Executive and Cash vs Non-cash compensation) explain the heterogeneity of prior reported results?

3.3. SAMPLE AND META-ANAYTICAL PROCEDURES

3.3.1. Sample of study

This MA covers archival research written in English, published between January 1996 and July 2018 and included in several databases and editorial sources such as ISI, WoS, ScienceDirect, Dialnet, Emerald and SSRN. By using the keywords “pay-performance”, “CEO compensation”, “CEO pay”, “executive compensation”, “compensation performance”, “pay sensitivity” and “pay elasticity”, the initial search reported 1,343 articles. After discarding duplicates and studies from different subjects, the initial sample consists of 225 articles. Table 3.1 displays the exclusion criteria which trigger a final sample of 104 publications. In some publications there are more than one statistical

analysis over independent samples that are suitable for the MA. Hence, the meta-data is nourished by the results of 121 regressions executed over either absolute values (98) or incremental values (23) of the exploratory variables.

Table 3.1. Sample selection process

	Number of publications	%
Results offered by keywords search	1,343	
Studies from different areas	1,118	
Initial sample	225	100.00
Criteria leading to exclusion of publications		
▪ Not indexed in JCR/SCOPUS index	33	14.67
▪ Dependant variable is not executive/CEO compensation	26	11.56
▪ Results non-transformable into r values	2	0.89
▪ Different model/approach to executive pay	37	16.44
▪ Theoretical and narrative articles	23	10.22
Final sample of publications	104	46.22
• Studies performed over absolute values of independent variables	98	
• Studies performed over incremental values of independent variables	23	
Final sample of studies conforming the MA	121	

The final sample (details in Table 3.2) covers a wide range of countries. Unsurprisingly, the Anglo-Saxon countries¹ (USA, UK, Australia, Canada) predominate (49 studies) being the USA the most analyzed environment (31 investigations). In second place, the continental Europe is the focus of 33 studies. Finally, in the Asian region, China heads the list (12 studies out of 30).

The vast majority of studies (81 out of 104) cover periods prior to the 2008 global financial crisis and only 23 investigations explore samples collected during and after this event.

¹ As identified in <http://www.oxfordreference.com/view/10.1093/oi/authority.20110803095413570>

Table 3.2. Sample distribution by author

Authors	Date	Journal	Period	Country	Size
Adithipyangkul	2011	Asia Pacific Journal of Management	1999-2004	China	3,706
Ahn	2014	Journal of Applied Business Research	1992-2003	USA	7,193
Akhigbe, Madura & Ryan	1997	Managerial finance	1989-1993	USA (commercial banks)	245
Al-Najjar, B.	2017	Tourism Management	2003-2012	UK (travel&leisure)	260
Alves, Barbosa & Morais	2016	Research in International Business and Finance	2002-2011	Portugal	400
Amzaleg, Azar, Ben-Zion & Rosenfeld	2014	Journal of Economic Behavior & Organization	1998-2002	Israel	675
Anderson, Banker & Ravindran	2000	Management science	1992-1996	USA technology industry	8,291
Andreas , Rapp & Wolff	2012	Review of managerial science	2005-2008	Germany	928
Ang & Constand	1997	Journal of Multinational Financial Management	1982-1992	Japan	362
Banghoj, Grabielsen, Petersen & Plenborg	2010	Accounting & finance	2007	Denmark	125
Banker, Darrough, Huang & Plehn-Dujowich	2012	The Accounting Review	1993-2006	USA	15,512
Barontini & Bozzi	2011	Journal of Management & Governance	1995-2002	Italy	1,722
Basu, Hwang, Mitsudome & Weintrop	2007	Pacific-Basin Finance Journal	1993-1997	Japan	750
Bebchuck & Grinstein	2006	Oxford review of economic policy	1993-2003	USA	15,397
Benito & Conyon	1999	Journal of Management and Governance,	1985-1994	UK	1,145
Brick, Palmon & Wald	2006	Journal of Corporate Finance	1992-2001	USA	5,923
Brockman, Lee & Salas	2016	Journal of Corporate Finance	1996-2007	USA	10,017
Brunello, Graziano & Parigi	2001	International Journal of Industrial Organization	2000-2001	Italy	298
Buachoom	2017	Asian Review of Accounting	2000-2014	Thailand	5,911
Buck, Liu & Skorovoda	2008	Journal of International Business Studies	1997-1998	UK	1,602
Callan & Thomas	2014	Corporate Social Responsibility and enviromental management	2003-2005	USA,Canada	864
Canarella & Gasparyan	2008	Managerial Finance	1996-2002	USA	286
Canarella & Nourayi	2008	Managerial and Decision Economics	1997-2002	USA	594
Cao, Pan & Tian	2011	Journal of Corporate Finance	2002-2007	China	3,286
Chalevas & Tzovas	2010	The International Journal of Accounting	2000-2003	Greece	117
Chang, Choy & Wan	2012	Review of Quantitative Finance and Accounting	1994-2005	USA	4,714
Chen, Jeter & Yang	2015	Journal of Accounting and Public Policy,	1993-2005	USA	6,930
Cheng & Firth	2006	Managerial and Decision Economics	1994-2002	China (Hong Kong)	3,024
Chung, Judge & LI	2015	Journal of Corporate Finance	2005-2009	Taiwan	4,930
Conyon & He	2011	Journal of Corporate Finance,	2001-2005	China	5,928
Conyon & Schwalbach	2000	Long Range Planning	1968-1994	Germany	1,246
Conyon, Peck & Sadler	2000	Managerial Finance	1985-1995	UK	293
Core, Holthausen & Larcker	1997	Journal of Financial Economics	1982-1984	USA	495
Correa & Lel	2016	Journal of Financial Economics	2002-2012	Worldwide	23,127
Crespí-Cladera & Gispert	2003	Labour	1990-1995	Spain	306

Table 3.2. Sample distribution by author (cont.)

Authors	Date	Journal	Period	Country	Size
Croci, Gonenc & Ozkan	2012	Journal of Banking & Finance	2001-2008	Continental Europe	3,731
Cuñat & Guadalupe	2009	Journal of Banking & Finance	1994,1999	USA (banking,financial)	13,055
Davila & Penalva	2007	Review of Accounting Studies	1993-2002	USA	6,537
Doucoulagios et al	2007	Corporate Governance: an international review	1992-2005	Australia (banking)	141
Duffhues & Kabir	2008	Journal of multinational financial management	1998-2001	Netherlands	521
Duong & Evans	2015	Pacific-Basin Finance Journal	2006-2010	Australia	563
Duru & Iyengar	1999	Managerial Finance	1992-1995	USA(electric util. Ind.)	225
Edwards	2009	Economics of Governance	1989-1993	Germany	1,145
Elsayed & Eldarban	2018	Journal of Applied Accounting Research	2010-2014	UK	1,422
Elston & Goldberg	2003	Journal of Banking & Finance,	1970-1986	Germany	1,365
Eriksson	2005	Economics of Transition	1999-2000	Czech Republic	446
Eriksson & Lausten	2000	Scandinavian Journal of Management,	1993-1994	Denmark	120
Fernandes	2008	Journal of multinational financial management,	2002-2004	Portugal	139
Firth, Lohne, Ropstad & Sjo	1996	Managerial and decision economics	1994	Norway	95
Firth, Fung & Rui	2006	Journal of Corporate Finance	1998-2000	China	1,098
Gao & Li	2015	Journal of Corporate Finance	1999-2011	USA	52,898
Ghosh	2006	Emerging Markets Finance and Trade	1997-1992	India	600
Gigliotti	2013	The International Journal of Human Resource Management	2005-2009	Italy	145
Girma, Thompson & Wright	2007	The Manchester School	1981-1996	UK	2,891
Gu & Choi	2004	Journal of Hospitality & Tourism Research	1995-1999	USA (casino industry)	101
Hall & Liebman	1998	The Quarterly Journal of Economics	1980-1985	USA	5,680
He	2008	Journal of Business Venturing	1998-2002	USA	4,344
Herdan & Szczepańska	2011	Foundations of Management	2007-2010	Poland	30
Hermalin & Wallace	2001	Journal of financial economics	1988-1993	USA (saving and loans)	104
Izan, Sidhu & Taylor	1998	Corporate Governance: an international review	1987-1992	Australia	587
Jaiswall & Firth	2009	International Journal of Corporate Governance	1999-2003	India	970
Jaiswall, Kumar & Bhattacharyya	2016	Journal of Contemporary Accounting & Economics	1999-2013	India	5,045
Jones & Kato	1996	Labour Economics	1989-1992	Bulgaria	812
Kato y Kubo	2006	Journal of the Japanese and International Economies	1986-1995	Japan	118
Ke	2012	Review of Accounting Studies	2003-2004	China (Hong Kong)	457
Kim, Kato & Lee	2004	Economic development and cultural challenge	1998-2001	Japan	543
Kirsten & Toit	2018	South African Journal of Economic and Management Sciences,	2006-2015	South Africa	420
Leone	2006	Journal of accounting and economics	1993-2003	USA	9,858
Li, Moshirian, Nguyen & Tan	2007	Research in international business and finance	2000-2001	China	298
Lin	2004	Asian Review of Accounting	1998	Taiwan	201

Table 3.2. Sample distribution by author (cont.)

Authors	Date	Journal	Period	Country	Size
Lin, Liao & Chang	2011	Total quality management	2004-2006	Taiwan (high-tech business)	1,175
Luo	2015	Journal of the Economics of Business	2005-2012	China	214
Luo & Jackson	2011	Global Business and Finance Review,	2001-2009	China (financial firms)	108
McKnight & Tomkins	1999	Journal of the Economics of Business	1992-1995	UK	97
Merhebi, Pattenden & Swan	2006	Accounting & finance	1990-1999	Australia	2,199
Merino, Manzanegue & Banegas	2012	Studies in Managerial and Financial Accounting	2004-2009	Spain	456
Mitsudome, Weintrop & Hwang	2008	Journal of the Japanese and International Economics	1993-1997	USA	2,399
Murphy & Conyon	2000	Economic Journal	1997	USA	1,665
Nourayi & Daroca	2008	Managerial finance	1996-2002	USA	663
Nourayi, M. M., & Mintz, S. M.	2008	Managerial finance	2001-2002	USA	3,133
Ntim, Lindop, Osei & Thomas	2015	Managerial and decision economics	2003-2007	China	845
O'Neill & Lob	1999	Asia Pacific Journal of Human Resources	1997	Australia	49
Ozkan	2011	European Financial Management	1999-2005	UK	1,719
Ozkan	2007	Journal of Multinational Financial Management	2003-2004	UK	414
Parthasarathy, Menon & Bhattacharjee	2006	Economic and Political Weekly	2004-2005	India	409
Raithatha & Komera	2016	IIMB Management Review	2002-2012	India	12,799
Randøy & Nielsen	2002	Journal of Management and Governance	1998	Norway	224
Rashid	2013	International Journal of Management,	2000-2009	Bangladesh	843
Sánchez-Marín, Baixauli & Lucas	2010	The International Journal of Human Resource Management	2004-2006	Spain	120
Sapp	2008	European Financial Management	2000-2005	Canada	416
Saravanan, Srikanth & Avabruth	2018	Social Responsibility Journal	2005-2014	India	2,556
Schultz, Tian & Twite	2013	International Review of Finance	2000-2010	Australia	6,189
Shah, Javed & Abbas	2009	International Research of Economics	2002-2006	Pakistan	570
Sheikh, Shah & Akbar,	2018	Applied Economics	2005-2012	Pakistan	1,508
Sigler & Carolina	2011	Business and Economics Journal	2006-2009	USA	1,121
Smirnova & Zavertiaeva	2017	Research in international business and finance	2009-2013	EU and Switzerland	1,338
Su	2012	Asian Business & Management	1999-2007	China	41,180
Sun, Wei & Huang	2013	Review of Accounting and Finance	2000-2006	USA (property&liability ind.)	139
Unite, Sullivan, Brookman, Majadillas & Tangingco	2008	Pacific-Basin Finance Journal	2001-2003	Philippines	273
Veliyath	1999	Journal of Management Studies	1986-1990	USA (pharmaceutical)	46
Wang	2010	Journal of Accounting Research	1998-2005	USA	16,165
Zhou	2000	Canadian Journal of Economics	1991-1995	Canada	2,310
Zhou, Georgakopoulos, Sotiropoulos & Vasileiou	2011	Asian Social Science	2002-2009	China (financial enterprises)	79
Zhou	1999	Journal of Corporate Finance	1991-1994	USA-CANADA	2,245

3.3.2. Research design

All variables related to size, leverage, performance and CG characteristics of the companies are specified in Appendix I.

This study applies MA techniques introduced by Hunter, Schmidt & Jackson (1982) as it follows:

- i) The Pearson correlation coefficients (r)² reported in the studies of the sample are the data source to estimate the global effect size of the relationship between executive-pay and the explanatory variables³. In order to assess those coefficients, the scale developed by Cohen (1988) has been applied.
- ii) We assumed homogeneity in the results if 75% or more of the observed variance was explained by the sampling error and if the statistic of the Q test was not significant. Otherwise, when effect magnitudes were heterogeneous, we tried to identify the moderating variables chosen from our previous narrative review.
- iii) The so-called “filed drawer problem”⁴ (or publication bias towards significant results) results in higher MA coefficients than they should be otherwise (Wolf, 1986, p.37). In order to address this issue, we computed the Safe N (Rosenthal, 1979).

² The r correlation coefficient was reported in 35 studies. In the remaining cases, t -statistics, b parameters, p -values or standard errors were used to estimate partial correlation (following Rosenthal and DiMatteo, 2001).

³ When necessary, in order to avoid problems generated by high standard deviation in p values, we computed the Pearson correlation coefficient normalized by Fisher's Transformation (Z_r).

⁴ Studies with ‘no significant results’ are likely unpublished due to either the editors’ preferences or the researches inhibition from sending papers when they failed to verify the formulated hypotheses.

iv) To identify whether the exploratory variables significantly influence the pay-performance association, we run a meta-regression following the MARA procedure (Lipsey & Wilson, 2001) with the modifications proposed by Harbord & Higgins (2008), which include the improvement of the algorithm for the estimation of the between-study variance by residual maximum likelihood (REML) and the modifications suggested by Knapp & Hartung (2003). The dependent variable is the effect size of the association between performance and CEO pay, computed from t-statistics and degrees of freedom of primary studies (Greene, 2008).

3.4. RESULTS

3.4.1. Effect size of the main variables

Columns 1 to 5 in Table 3.3. disclose the number of published studies and the estimated coefficient of the association between the explanatory variables and CEO pay. The most prolific line of investigation explores the association between firm's performance and our variable of interest. In particular, 67 studies explore the impact of *Share return* on CEO pay: 40 offered a positive significant relationship, 1 displayed negative coefficient and 26 resulted in no-significant results. The correlation coefficient offers a positive value of 0.069 included in the 95% confidence interval. We can claim that there is no publication bias, because we would need 21,195 studies (Safe N) with null results to fail to reject the null hypothesis of no significant effect of Share return on CEO pay. The hypothesis of homogeneity is consistently refused: Only 5.701% of the observed variance is due to sampling error and the X^2 coefficient is significant at 1%, therefore the differences within the published outputs are due to unobserved/underlying

variables that could explain the diversity in the results. Similar explanations apply to the remaining firm performance measures. Notably, the variable that offers the highest correlation coefficient with CEO pay is *Earnings per share* (0.338).

Table 3.3. Hunter and Smith meta-analysis on CEO pay and explanatory variables

Panel A. CEO pay measured in absolute values									
	Studies					Zrm	Safe N (p=0.05)	Homogeneity contrasts	
	N (1)	Total (2)	Positive (3)	Negative (4)	No Significant (5)			% Variance explain. (8)	X ² (9)
<i>Firm performance</i>									
Share Return	243,931	67	40	1	26	0.069 #	21,195	5.701	***
ROA	210,639	59	40	2	17	0.065 #	12,726	5.623	***
ROE	53,706	24	16	0	8	0.093 #	1,948	8.261	***
Market to Book value	26,891	14	8	2	5	0.060 #	489	2.314	***
Earnings per share	2,499	6	5	0	1	0.338 #	419	4.263	***
Tobin's Q	58,577	17	12	1	4	0.072 #	1,499	4.834	***
<i>Firm size</i>									
Total Sales	12,984	14	14	0	0	0.430 #	8,468	2.575	***
Log (Sales)	120,342	32	31	0	1	0.335 #	55,110	0.474	***
Total Assets	16,931	14	11	1	2	0.443 #	8,105	1.358	***
Log (total assets)	132,855	23	20	0	3	0.276 #	22,501	0.321	***
Market Capitalization	11,541	7	7	0	0	0.242 #	1,242	1.361	***
<i>Governance characteristics</i>									
Board Size	58,432	32	22	3	7	0.183 #	15,001	1.261	***
Board Meeting	9,092	9	3	1	5	-0.103 #	25	5.470	**
Board Independence	68,189	21	13	3	5	0.029 #	349	7.879	***
Ownership Concentration.	13,354	9	1	6	2	-0.063 #	184	9.598	***
CEO duality	116,224	27	13	6	8	0.018 #	42	4.882	***
CEO Ownership	89,851	25	5	8	12	-0.010 #	1,908	4.963	***
CEO tenure	91,906	22	9	3	10	0.029 #	2,138	3.211	***
CEO age	85,807	19	7	2	10	0.023 #	201	22.752	***
Leverage	165,710	28	8	8	12	0.009 #	115	4.471	***
Panel B. CEO pay measured in incremental values									
<i>Firm performance</i>									
ΔShare Return	37,430	19	12	0	7	0.142 #	3318	4.313	***
ΔROA	10,273	8	4	0	4	0.217 #	0	3.294	***
ΔROE	13,496	3	1	0	2	0.061 #	57	2.433	***
<i>Firm size</i>									
ΔFirm size (Aggregated)	23,372	13	7	1	5	0.034 #	182	4.175	***

Variables described in Appendix I

X2 test: * significant at 10% level; ** significant at 5% level; *** significant at 1% level.

Zrm is significant at 5%, that is, the 95% interval of confidence does not include zero

Among the set of governance characteristics, the *Board Size* coefficient is positive and significant in 22 out of 32 studies and displays the highest correlation value (0.183). On the contrary, the more active the board the lower the CEO pay (the coefficient of *Board Meetings* is -0.103), although we need to be cautious in drawing any conclusion because the number of published studies reporting on this variable is low (9 cases) and the Safe N is also the lowest of the MA (25 studies). Ownership concentration is also negatively correlated with CEO pay. The

remaining CG characteristics (*CEO tenure*, *CEO age* and *CEO duality*) display positive coefficients although with low effect sizes (0.029, 0.023 and 0.018 respectively). As expected, every measure of firm size displays high and positive correlation coefficients with CEO pay and the Safe N values are high. The published results are heterogeneous according to the percentage of variance explained and the X^2 tests.

Finally, *Leverage* is positively related to our variable of interest, although it offers the lowest coefficient (0.009).

According to Cohen's (1988) scale, all the effect sizes (untabulated) are low but earnings per share and board size (that exhibit medium values).

Panel B of Table 3 reports the MA results on published sensitive analyses, that is, the regressions performed over incremental values, in order to determine the elasticity of CEO pay in relation with the exploratory variables, following the model developed by Murphy (1985) and Coughlan and Schmidt (1985). All coefficients in Panel B display a significant association with CEO pay, being the elasticity related to ROA and Shareholder Return the one that offers the highest values. Yet again, all variables lack from homogeneity within published outputs due to underlying (not considered) variables. Therefore, the exploration of moderator variables is pertinent.

3.4.2. Results related to moderate variables

For the sake of brevity, Table 3.4 shows only the conclusions driven by the significant results (not reported for brevity) of applying the moderating factors in order to answer the research questions *RQ2 – RQ4*.

Table 3.4. Summary of Hunter and Smith meta-analysis using moderating factors

	Homogeneous group	Sign	Comparison with the non-homogeneous group
<i>Firm performance</i>			
Share return	Post-Cadbury	+	<
ROE	USA pre-SOX	+	>
<i>Firm size</i>			
Total Sales	Total Industry	+	<
Total Assets	Total Industry	+	<
Log (total assets)	Total Industry	+	<
Market Capitalization	Total Industry	+	<
<i>Governance characteristics</i>			
Board Meeting	Executive compensation	+	>
CEO Ownership	USA pre-SOX	+	>

Variables described in Appendix I

Regarding firm performance measures, in the UK context, only the published outcomes on the Share return-CEO pay association and in the post-Cadbury period exhibit significant homogeneity. Notably, the coefficient is positive but lower than in the pre-Cadbury group of studies (as in Girma & Thompson, 2007). In the same vein, in the USA setting, the ROE-CEO pay association is higher in the pre-SOX than in the following years although only the results in the pre-SOX period are homogeneous. Thus, our results do not suggest a clear effectiveness of the governance measures in increasing the pay-performance association.

None of the tested variables moderates firm's size measures but total industry (the group that excludes the publications focused on the banking industry). Hence, despite the specific banking regulation, we failed to find a consistent behaviour of any variable attached to CEO pay in the financial industry.

Within the set of governance characteristics, the study reveals homogeneity only in the results related to i) CEO Ownership-CEO pay association with a higher coefficient than the one referred to the pre-SOX period, and ii) the Executive (executive positions other than CEO) pay and the board meetings.

Additionally, in undisclosed tables, we have performed the MA using additional moderating variables such as the geographical region (EU vs Non-EU countries or USA vs non-USA based

studies) the legislative setting according to both Anglo-Saxon vs Non-Anglo-Saxon countries and Civil vs Code Law countries, and type of compensation (Total compensation vs Cash compensation), but we failed to find homogeneous groups.

3.4.3. Results of the meta-regression

We run the meta-regression on a model where the dependent variable consists of the effect size of the CEO pay-performance association, being the independent variables all the determinants considered in the meta-analysis and displayed in Table 3.3. The set of exploratory variables adopts a dichotomy form, which equals 1 if they are included in the models tested in the primary studies and 0 otherwise. In addition, we also include some variables such as the *Number of variables in the tested regressions* and the *Median year sample window*, both in absolute values (as in Van Essen et al. 2015).

MARA results (Table 3,5) indicate that the association between performance and CEO pay is moderated when the firm's size and the number of board independent members are included, showing both positive and significant coefficients. That is, the larger companies and the more independent boards strengthen the association between firm's performance and CEO pay.

Table 3.5. MARA procedure using effect sizes of performance-compensation association

Variables	Coef.	t-statistic
Market performance	0.0251	(1.029)
Size	0.0608 *	(1.762)
Board size	0.0151	(0.508)
Board meetings	-0.0368	(-1.007)
Board independence	0.0643 **	(2.058)
Ownership concentration	-0.0010	(-0.027)
CEO duality	0.0311	(1.211)

CEO ownership	-0.0143	(-0.537)	
CEO tenure	-0.0170	(-0.585)	
CEO age	0.0029	(0.090)	
Leverage	0.0267	(1.042)	
Number of variables in regression	-0.0158	(-1.565)	
Median year sample window	-0.0011	(-0.704)	
Constant	2.1948	(0.726)	
<hr/>			
R ²	0.02		
Observations (number of effect sizes)	98		
Qres (p-value)	2,5 e ⁰⁶	(0.000)	***
Qmodel (p-value)	2,5 e ⁰⁶	(0.000)	***

Q is the homogeneity test, Qres is based on the residual homogeneity statistic and Qmodel is based on the REML log likelihood.

Moreover, ownership concentration, although not significant, displays a positive association with CEO pay-performance relationship (contrary to Bebchuk & Fried, 2004). Thus, further research on this field would help to a better understanding of the ownership structure and CEO power over board.

3.5. DISCUSSION AND CONCLUSIONS

Discussion of the main effects results

We extend prior MA (Tosi et al. 2000) by analyzing results published in the last two decades that have witnessed a worldwide proliferation of Governance codes.

This study contributes to the agency theory–MPT debate, from a global perspective, in the following terms: Our results reveal that in absolute values i) the pay-performance association is significant although all effect sizes are low but earnings per share that exhibits a medium value (according to the scale by Cohen, 1988), and ii) firm size still displays the highest correlation with CEO pay (around 44%). However, deeper insights from elasticity analyses

suggest that CEO pay is more sensitive to variations in performance variables (both market and accounting based measures) than to firm size changes. A plausible explanation for this finding is that ongoing governance measures are modifying rewarding schemes though they exhibit stickiness to size variables due to the organizational complexity and risk exposure of large firms (Diez Esteban, García-Gómez and López-Iturriaga, 2013).

Since the MA does not test the causal effect, deeper insights through MARA results also support that pay-performance increases with board independence (as agency theorists predict) and firm size (i.e. preserving CEOs interests according to MPT). Hence, our results reconcile rather than alternate both theories.

Moderator variables offer miscellaneous results and do not support robust conclusions. They could only suggest i) that governance measures (in particular the Cadbury Code and SOX) had, if any, a detrimental effect in the pay-performance association, and ii) the CEO pay in the banking industry does not offer a homogeneous pattern. In addition, dichotomies related to institutional or geographical regions, such as Anglo-Saxon vs Non-Anglo-Saxon; EU vs non-EU; Civil vs Common Law countries failed to further explain heterogeneity in prior findings.

These results help to understand the somehow contradictory empirical evidence and to provide solid foundations for future hypotheses developments. This contribution is also relevant to the regulatory bodies and standard setters because our results reveal that, in order to harmonize shareholders and managers' interests, the pay-performance association still needs further factual implementation of governance measures.

Limitations and further research

Among the limitations of this study, the use of meta-analytic structural equations could offer additional results and reduce the possibility of omitted variables bias. Endogeneity concerns could also be addressed, in particular, how remuneration policies influence performance (De Andres et al. 2018).

Future research should be devoted to test alternative theories. Also, additional investigation over unexplored areas, such as Latin America or Russia, might help to understand peculiarities and differences of governance systems across countries.

APPENDIX I

Variables	Definition
Firm Performance	
Share Return	Total return of a stock to an investor. Share price appreciation plus dividends paid to shareholders.
Return on assets (ROA)	Net income divided by total assets
Return on equity (ROE)	Net income divided by total equity
Market to Book Value	Firm's market value divided by the firm's book value
Earnings per share	Net profit after taxes divided by the number of equity shares.
Tobin's Q ratio	Book value of total assets minus the book value of common equity plus the market value of common equity divided by the book value of total assets.
Firm Size	
Total Sales	Absolute value of firm's revenues
Log (Sales)	Natural logarithm of firm's revenues
Total Assets	Absolute value of firm's total assets
Log (Assets)	Natural logarithm of firm's total assets
Market Capitalization	Total market value of a company's outstanding shares.
Firm Characteristics	
Leverage	Total debt divided by Equity
Governance Characteristics	
Board Size	Number of Board of Director members
Board Meetings	Number of Board of Directors meetings per year
Board Independence	Number of Non-executive board members
Ownership Concentration	The amount of stock owned by individual investors and large-block shareholders
CEO duality	The CEO is also the Chairman of the Board.
CEO Ownership	The CEO earns any stock-based compensation (stocks or options)
CEO tenure	Number of years of CEO in the firms
CEO age	Experience of CEO

CAPÍTULO 4

IMPACTO DE LA REFORMA DE GOBIERNO CORPORATIVO DE 2015 EN LA RETRIBUCIÓN DE LOS CONSEJEROS DE LAS EMPRESAS COTIZADAS ESPAÑOLAS

En respuesta a la preocupación en el ámbito europeo porque el diseño de las retribuciones de los consejeros fuera en línea con las demandas de los stakeholders, en Europa se aprobó la Recomendación 2009/385/CE. Esa Recomendación europea impulsó, entre otras razones, en el caso español, el Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital (RD 1/2010, de 2 de julio) que aportaba importantes novedades respecto a la transparencia de las políticas retributivas. Posteriormente, la Ley 31/2014, 3 de diciembre, por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo y el Código de Buen Gobierno de 2015 constituyen la reforma más ambiciosa en términos de retribución de consejeros de las últimas décadas.

En este capítulo se presentan los resultados de un estudio empírico realizado sobre empresas cotizadas en España entre los años 2013 y 2018 y cuyo objetivo es analizar, por un lado, el impacto de dichas medidas en los esquemas retributivos de los consejeros y, por otro lado, evaluar la influencia de los consejeros institucionales en la implementación de dichas medidas.

4.1. INTRODUCTION

This study aims to assess the effectiveness of the Governance Reform that took place in Spain in 2015 (hereinafter, GReform) in modifying the managerial compensation scheme by enhancing its pay-performance link. In addition, we explore the influence of the institutional board members in implementing the GReform policies.

In the last decades, executive compensation has raised great attention from academia, the public, media, and institutions with the focus on the lack of alignment between managers and shareholders (Bebchuck, Cohen & Spanmann, 2010). Brandes et al. (2008) documented that 90% of the institutional investors were discontent with the managerial compensation schemes and that they were excessively rewarded. Criticism rocketed during the 2008' financial crisis because, in some cases, executives were getting disproportionate compensations in spite of the firms facing severe financial distress, the manager's wealth extraction was at the expense of the shareholder's losses (Merino, Manzanque-Lizano & Sánchez-Araque, 2020). Amongst well-known cases are the Royal Scotland Bank, where managers received a 1,7£ billion bonuses in 2009 regardless of the reported 3,6£ billion losses, or AIG paying \$165 million in bonuses after receiving \$170 billion from US taxpayers in 2008 (De Andres et al. 2018).

Moreover, in spite of the current *socially responsible* claims of the firms, in the 350 world's biggest companies, the gap between the CEO pay and the average worker has widened from 20:1 in 1965 to 278:1 in 2018 (Mishel & Wolfe, 2019). This data suggests that manager and worker salaries are far from an even progression.

In response to public debate, international institutions released Governance policies (OECD Principles of Corporate Governance, 2015; Recommendation 2009/385/CE) including

recommendations on the executive's compensation schemes. These measures are primarily rooted in the agency theory (Holmstrom, 1979; Fama and Jensen, 1983). Following the agency postulates, the executive compensation scheme aims to achieve the optimal contracting, that is, one that aligns the interests of shareholders (principal) and executive managers (agents) by linking the executive compensation with firm performance measures (Murphy, 1985; Jensen and Murphy, 1990).

However, little is known about the effectiveness of these regulatory efforts at rising this pay-performance association and the scarce research available shows mixed results (Ozkan, 2011; Girma and Thompson, 2007; Chavelas, 2011). A plausible explanation for these miscellaneous findings might rely on the "complain or explain" approach followed by the Governance Codes with a level of enforcement that greatly varies from one country to another. Nonetheless, the empirical evidence on the effectiveness of mandatory legislation on this ground offered ambivalent results too (Chen et al, 2015; Chang et al., 2012; Wang, 2010).

Moreover, Bebchuk and Grinstein (2003) concluded that, within ten years, the pay-performance relationship did not evolve in the desired direction: the efforts to connect the executive pay to firm performance turned out to be an increase in equity-based compensation without reducing the non-equity component. As a result, the ratio of *total executive compensation/firm earnings* raised from 5% to 10% during the analyzed period, and the aggregated compensation paid by public US companies added up to 350 billion dollars. Therefore, the effectiveness of the governance rules on executive compensation remains an open research issue.

This study attempts to contribute to the extant literature by providing empirical evidence from a country, Spain, that exhibits the singularity regarding prior investigations of facing a reform that embraces both compulsory and voluntary measures. Following the Recommendation

2009/385/CE, we have witnessed the most ambitious reform to date⁵ regarding executive compensation that has taken place in Spain: i) the enactment of Law 31/2014 (Act 2014) which, among other requisites, requires the approval by the general meeting of shareholders on the remuneration policy established by the board (the so-called *say on pay* clause) as well as on the annual remuneration report; and ii) the issuance of the New Code of Good Governance for listed companies in 2015 (Governance Code 2015) which includes the pillars of the executive rewarding system, among other issues.

The GReform pursues the avoidance of inadequate remuneration policies that could trigger the firm's mismanagement and/or undertaking unnecessary risks to favor an increase in the executive's compensation. To achieve this goal, the new measures promote remuneration policies that attach the executive's compensation to the short and long firm's performance and require the remuneration committees to check and, if needed, to adapt the current compensation schemes to the new governance proposals.

However, there is a lack of insight into the effectiveness of these regulatory efforts. Although in 2017 the listed companies reported having fulfilled 84.6% of the 2015 Governance Code Recommendations (CNMV, 2017) it seems that the rewarding scheme is still far from the desired goal: A descriptive report by PriceWaterhouseCoopers (2017) on medium size listed firms shows that, on average, the fixed component of the CEO compensation still represents 59% out of the total. This percentage triples the equivalent 18% reached in the UK and exceeds the double of the 33% displayed in the USA. In addition, it seems that it still persists a great dissatisfaction among shareholders, proxy advisors, and other stakeholders with the current

⁵ From 2018 two measures are related to the managerial rewarding scheme: i) in 2018, the templates of both the corporate governance annual report and the board of director's remuneration annual report were modified; and ii) the Code of Good Governance was modified on the 26th June 2020 with the managerial rewarding section suffering only minor modifications.

remuneration schemes: In 2015 the annual report of trade union CC.OO. alerted about the high ratio of CEO pay to the medium employee, being 116:1 (CC. OO., 1st May foundation, 2015) and several Spanish members of the European Parliament urged in 2016 to "carry out the appropriate legislative reforms" to establish a ceiling in the managerial pay of listed companies (Expansion, 11/13/2016).

The current investigation tests the impact of the GReform that took place around 2015 by analyzing the variations in the pay-performance link before and after the approval of the Public Company Act in 2014 and the issuance of the New Code of Good Governance in 2015. In addition, considering that in Continental Europe a firm's ownership structure is, on average, highly concentrated, we explore whether members appointed by institutional investors moderate the GReform enforcement since they have more at stake and play a more suitable monitoring role compared to other members (Pucheta-Martinez and Garcia-Meca, 2014).

Since the managerial power theory postulates that the manager's rewarding scheme is the outcome of his/her power over the board, we split the category of institutional members into pressure-resistant and pressure-sensitive chairs, being the former less likely to succumb to managerial pressures than the latter (Almazan et al. 2015; Lopez-Iturriaga et al. 2015; Garcia-Meca and Pucheta Martinez, 2018).

To that end, we collected financial data from the prior (years 2013-14) and post (years 2015-2018) periods around the GReform. We build a model that comprises the firm's size, its performance, the board structure, and several control variables.

This study contributes to the extant literature on managerial compensation by providing novel evidence: i) on the effectiveness of both, mandatory and voluntary instruments; ii) from a civil law country, characterized by low shareholder protection and level of enforcement (La Porta et

al., 1997); iii) with a high ownership concentration; and iv) with the highest presence of proprietary directors in Europe (according to Heidrick and Struggles, 2011).

The outcomes of this research might be relevant for regulators and standard-setters that could consider an evidence-based policy-making approach. Instead of triggering the desired compensation ceiling, the GReform raised the CEO's total compensation and favored the CEO at the expense of the firm's wealth. The GReform was effective only for the executive board members whose fixed salary was significantly replaced by the variable compensation. Hence, additional measures might point out the CEO's reward in the right direction.

We organize the paper as follows. Following the introduction, the next section describes the governance recommendations released by the European Union and the Spanish regulatory changes on this ground. Section 3 is devoted to reviewing the theoretical postulates and the hypotheses to be tested. Following we present the methodology and how the sample study was collected. Results of the empirical analysis are presented in Section 5 and finally, we conclude.

4.2.THE EXECUTIVE COMPENSATION IN THE GOVERNANCE REFORMS

After several financial debacles (FlowTex, One Telecom, Parmalat) the EU released several recommendations aimed to enhance the governance of listed companies: In 2004, the European Recommendation 2004/913/EC posited that the independent remuneration report should be submitted to the Annual General Meeting of shareholders for a vote (Section VI, art.6.1). It was followed by Recommendation 2009/385 / EC, which recommends i) that non-executive directors should not receive remuneration in shares, since this remuneration should be linked

to long-term shareholder return; ii) the implementation of clawback clauses, and iii) to set contracts termination caps.

After the debate raised by the Green Paper on Governance in the EU (COM/2011/164), the Directive 2014/95/EC specified that the Non-Financial Report should include information regarding business diligence policies, including those related to managerial pay. In addition, the Directive 2017/828/EC developed new measures to promote the long-term involvement of investors and protection of shareholders' rights.

To sum up, the EU aims to implement pay-long performance measures and payment caps for executive dismissals, report executive remuneration schemes, and ease investors monitoring policies.

In Spain, under the British influence of both, the Cadbury Report (1992) and the Recommendations of the Greembury Committee (1995), the Olivencia Commission released the first Governance Code in 1998. Notably, the rate of response to this code was low and the 15th guideline regarding the transparency of the directors' remuneration policies, was one of the least applied (Aldama Report, 2003).

Later on, the Aldama Report (2003) and the Conthe Code (2006) merged into the Unified Code of Good Governance (2006) which incorporates the OECD governance principles of 2004, title I, related to the relationship between the managers and the firm.

The 2008 global financial crisis also reached the Spanish banking industry and, once more, raised concerns about the transparency, corporate practices, and the control of the management teams. In response to those concerns, Spain faced an ambitious reform, namely the Act 2014 and the Governance Code 2015.

In particular, the Act 2014 (art. 529) requirements include:

- a) The Annual Remuneration Report to be confirmed simultaneously with the Annual Corporate Governance Report, and submitted to vote in the general meeting of shareholders.
- b) The approval by the general meeting of the remuneration policy established by the Board (say on pay clause).
- c) The regulation of the appointments, functions, objectives, and composition of the remuneration committee.

In addition, the recommendations 56-64 of the Governance Code 2015 regarding the remuneration policies differentiate the compensation components and the types of directors. In particular, it promotes the link of executive remuneration with the fulfillment of short, medium, and long-term objectives (Recommendation 58); the deferral in the payment of a relevant part of the variable remuneration to verify that the established performance conditions have been met (Recommendation 59) or to limit the transference of the retribution in shares once attributed, and restrictions to the exercise of the options at least three years from its attribution (Recommendation 62), among others.

Thus, the implementation of governance recommendations in Spain is following a positive trend: The degree of compliance with the 2006 Code was much higher than the previous ones and, regarding the Governance Code 2015, the listed companies fulfilled 84.6% of the recommendations in 2017 (CNMV, Annual corporate governance report of listed companies, 2017). Nonetheless, PriceWaterhouseCoopers (2017) revealed that the CEO's salary represents, on average, 59% of the total compensation. This percentage triples the equivalent 18% reached in the UK and exceeds the double the 33% displayed in the USA.

4.3.LITERATURE REVIEW AND HYPOTHESES DEVELOPMENT

4.3.1. The pay-performance association under the agency theory

The CEO and Executive compensation components might be classified in several ways. A traditional classification distinguishes between fixed and variable components. The stability of the fixed component is aimed to attract good and prestigious managers (Adams and Ferreira, 2008), and the variability of the flexible component is intended to link the managers with the shareholders' interests. However, rewarding policies that increase the fixed cash component (i.e., Salary), may attract managers whose motivation is less linked to performance (*poor performers*), and then make the companies less competitive with poorer governance (Brick, Palmon, and Wald, 2006). Thus, the variable component of the managerial compensation has received the scholar's attention, so far.

Extant research largely proves that the firm's size shows the highest correlation with CEO compensation (Jensen and Murphy, 1990; Core et al. 1999; Brik et al, 2006; Ozkan, 2011; Conyon and He, 2011; Croci, Gonenc and Ozkan, 2012). The theoretical justification of this strong link relies on the argument that the complexity of the work done by bigger firms must be rewarded according to the skills provided by their managers (Chalmers et al., 2006).

To date, governance codes have developed executive compensation policies following the agency theory premises. The agency theory does not recommend associating CEO pay with a firm's size because in seeking his/her own benefit the manager might engage the company in excessive risks. To mitigate this moral hazard problem, the agency theorists recommend the design of a manager's optimal contract (Jensen & Meckling, 1976; Murphy, 2002; Murphy & Zábajník, 2004): The executive's compensation scheme should be tied to the firm's short- and

long-term performance in order to closely align the agent (managers) and the principal (shareholders) interests.

In the USA, the significance of the pay-performance association is extensively documented in different industries, such as in the technology (Anderson, Banker, and Ravindran, 2000), utilities (Duru and Iyengar, 1999), gambling (Gu and Choi, 2004) or property one (Sun, Wei and Huang, 2013). Other relevant results reported in the US refer to the fact that the link between remuneration and performance is much weaker in private than in public companies (Gao and Li, 2015) or that the sensitivity of the CEO's compensation to the performance increased exponentially since 1980 due to the use of stock options (Hall and Liebeman, 2008). In fact, the international comparisons document that, on average, the CEO in the USA received a 1.48% the increase in shareholder wealth compared to the 0.25% in the UK (Canyon and Murphy, 2000).

In the UK, academics reported a positive association (Mcknight and Tomkins, 1999; Benito and Canyon, 1999; Canyon, Peck and Sadler, 2000; Herdan and Sczepanska, 2011) as expected by the agency theory. In addition, Ozkan (2007) revealed that measures of board and ownership structures explained the change in the total CEO pay.

However, studies developed in emerging markets are not conclusive: Results originated in India (Ghosh, 2006; Jaiswall and Firth, 2009; Shiv and Kumar, 2016 Saravanan et al. 2018); Bangladesh (Rashid, 2018) and South Korea (Kato, Kim, and Lee; 2006) display a positive pay-performance relationship. In Hong Kong, Cheng and Firth (2006) conclude that compensation is related to profits but not to stock returns. Conversely, some analyses in Pakistan (Shav and Javed, 2009; Sheickh, Zulfiaqr, Shah, and Akbar, 2018) failed to find a significant relationship between CEO pay and financial measures of performance. An opposite effect was observed in

India, where Parthasarathy et al. (2016) reveal that the shareholder's return exhibits a negative relationship with CEO pay.

In Australia, the pay-performance association shifted from non-significant (Izan, Sidhu and Taylor, 1998; O'Neill and Lob, 1999; Merhebi, Pattenden Swan and Zhou, 2006) to positive association (Schultz, Tian and Twite, 2013) so it seems that the evolution of the executive compensation is fulfilling the expectations.

A recent stream of research is focused on the pay-performance sensitivity rather than on the relative values. The empirical evidence supports that CEO compensation sensitivity to firm performance raised exponentially since 1980 due to the use of stock options (Hall and Liebman, 1998). In the same vein, in China, Buck et al. (2008) estimated a pay-performance elasticity equivalent to studies reported in the U.S. and the U.K. However, ulterior studies failed to find any pay-performance sensitivity in Chinese banks (Luo, 2015; Zhou, 2018). In Hong-Kong, Ke (2011) also reports little evidence on pay-performance sensitivity.

Abowd (1990), after examining executive pay in 250 large firms during 1981-1986, found that increases in the link compensation-shareholder return enhanced firm performance. The reverse causality, that is, the association of excessive compensation with under-performing firms is also documented for the USA environment (Core, Holthausen and Larcker, 1999; Palmon and Wald, 2006).

Thus, it seems that the pay-performance association is not a global practice and there are important differences across and within countries.

4.3.2. Impact of Governance rules on the executive compensation

In spite of the regulatory efforts, little is known about the effectiveness of Governance Codes on the managers' rewarding schemes, and the few studies published so far (compiled in Table 4.1.) have reported mixed results. The goal of the Principles 6.5 to 6.8 in the British Cadbury Committee and Greenbury Report (1995) about getting a closer link between CEO compensation and firm performance was not accomplished (Ozkan, 2011). In the same vein, Girma and Thompson (2007) concluded that the impact of the Cadbury reforms had been disappointing, since the results opposed the expected targets: the pay-performance link was reduced while the pay-size association was reinforced.

Table 4.1. Empirical evidence on the efficacy of good governance rules

Year	Doc	Authors	Relevant issues
2007	UK	Gimma & Thompson	The Greenbury Code (1995) had the opposite impact than the expected one: the pay-size link increased meanwhile the pay-performance link decreased
2009	EE.U U.	Chen et al.	The pay-performance correlation increased after SOX
2010	EE.U U.	Wang	The pay-performance correlation increased after SOX
2011	EE.U U.	Chang et al.	The whole compensation increased, including the fixed component after SOX
2011	Greci a	Chalevas	The pay-performance link increased
2011	UK	Ozkan	The Cadbury (1992) and Greenbury (1995) reforms were not successful

When the governance measures adopt the form of mandatory legislation, the outcomes are more robust. Chavelas (2011) reveals that the mandatory Greek GReform that took place in 2002 (Law 3016/2002) triggered a significant link between executive compensation and performance that did not exist before. In the US, Chen et al (2009), by analyzing data from 1992 to 2005, also found a positive impact of Sarbannes-Oxley Act (SOX) 2002 on pay performance. Wang (2010) reports a significant increase when comparing pre-SOX and post-SOX total

compensation. However, Chang et al. (2011) observed, after examining 1,500 S&P firms, that SOX induced a substantial decrease in the total pay-performance sensitivity of CEOs. Furthermore, SOX produced an unintended consequence, that is, a weaker association between the wealth of CEOs and the wealth of shareholders.

The Say-on-Pay (SoP) laws under which owners consent and agree on executives' remuneration, deserve further attention. Correa and Lel (2016) explored a sample of firms settled in 38 countries during the 2001-2012 period and concluded that in those countries that adopted SoP clauses, the link between CEO pay-performance was reinforced and the growth rate of CEO pay was reduced.

In Spain, by using data from 1990 to 1995, Crespí-Caldera and Gisbert (2003) conclude that the governance characteristics of the board of directors affected the link between firm performance association and executive compensation. Later on, Bauxali-Soler and Sanchez-Marín (2014) analyzed a period of the financial crisis (from 2007 to 2011) and suggested that the mechanisms of CG and executive compensation surveillance were failing, particularly in those companies with high shareholding concentration.

The Spanish governance reform that took place in 2015 recommended increasing the pay-performance association, though the efficacy of the reform needs to be documented since prior regulatory changes triggered miscellaneous results. Thus, using both accounting and market variables, we will explore the following hypothesis:

H1: Is the managerial compensation affected by the 2015 Governance Reform?

4.3.2. Institutional investors and executive compensation

Prior research documents that the level of supervision (Beatty and Zajac, 1990) and control (Boyd, 1994) is higher when the board members are also stockholders. Among the stockholders, institutional investors are those firms that have significant amounts of money available to invest in assets (stocks, bonds, real estate ...) and sometimes control activities. They try to exercise their influence in the participated companies through their representatives on the board (called institutional directors) and these representatives are expected to be higher qualified than the individual representatives are.

Both the EU Recommendation 2017/828/CE and the 2014 Governance Reform in the UK aim for greater involvement of institutional investors and asset managers in the firm's long-term strategies and long-term results since the lack of involvement as well as market pressures had led to short-term approaches that, eventually triggered a suboptimal level of R&D, among other issues.

Aggarwal et al. (2011) document the positive impact of institutional directors on the firm's good governance. According to these authors, firms with higher institutional ownership were more likely to fire the CEOs of poorly performed firms, which resulted in improvements in firm stock market valuation. Concerning managerial pay, previous literature showed that institutional investors influence both CEO and Executive Compensation: Hartzell and Starks (2003) report that institutional investors' ownership is positively associated with the pay-performance link and reduces the level of managerial compensation. In the same vein, Khan, Dharwadkar and Brandes (2004) demonstrate that institutional investors are positively associated with levels of incentives-based compensation. More recently, Chen et al (2019) proved that institutional owners reduce the negative impact of excessive executives' abnormal compensation.

Following previous literature, we explore if institutional investors contributed to the implementation of the GReform, in particular, to increasing the pay-performance link. Thus, we posit the following hypothesis:

H2: Is the impact of the 2015 Governance Reform on the managerial compensation moderated by the level of the institutional directors?

Governance scholars (Almazan et al., 2005; López-Iturriaga et al., 2014) identify institutional investors that represent companies that keep additional business links, such as banks and insurance companies. Those directors, namely, pressure-sensitive directors, (*Pres_Sen_Dir*) might be more sensitive to managerial pressures since they have more at stake other than the shareholding. Conversely, directors that represent investment, mutual funds, and pension funds might not have other interests but the investment ones. This category of pressure-resistant directors (*Pres_Res_Dir*) might show a more independent behavior and be more reluctant to managerial pressures to increase or modify the rewarding scheme in the CEOs and executive favor, that is, they are expected to prioritize the pay-performance link that is more aligned to shareholders' interests. Almazan et al. (2005) demonstrate that institutional investors influence the directors' pay-performance link. However, monitoring over executive compensation is only effective when control is made by pressure-resistant directors, mainly due to their lower costs of monitoring. On the contrary, pressure-sensitive directors do not show control over the executive compensation because their firm-specific cost of monitoring is higher.

López-Iturriaga et al. (2014) analyzed a sample of companies listed on the Spanish Stock Exchange and drew similar conclusions, that is, a higher proportion of pressure-resistant directors increases the pay-performance sensitivity and reduces the fixed proportion of total

compensation. On the contrary, pressure-sensitive directors are associated with opposite results. These results confirmed that in Spain, institutional investors do not act as a homogeneous group and the monitoring role is mainly applied by investors without additional links to the firms.

To explore if the type of institutional investors had any influence on the impact of the Spanish corporate reform in 2015 on the pay-performance link, we test the following hypothesis

H3: Is the impact of the 2015 Governance Reform on the managerial compensation moderated by the level of the pressure-resistant (pressure-sensitive) institutional directors?

4.4.SAMPLE OF THE STUDY AND METHODOLOGY

4.4.1. Study sample

The raw sample consists of 167 non-financial companies listed in the Madrid Stock Exchange from 2013 to 2018. We exclude financial companies due to their specific governance, oversight and accounting rules, among others. Financial information is sourced by the Amadeus⁶ database meanwhile the governance data comes from the Corporate Governance Annual Report and the Compensation Report released by the listed firms.

The CEO compensation sample consists of 112 firms because 55 companies do not have a CEO inside the Board of Directors and, therefore, we lack information regarding their CEO's rewarding scheme. In addition, some companies delisted several years during the period of study. Thus, the final Executive and CEO compensation samples are made up with 630 and 575 firm-year observations, respectively. Although both panel data are strongly unbalanced, the

⁶ Amadeus is a product of Bureau van Dijk Electronic Publishing and provides comparable standardized financial information for companies across Europe.

estimations based on unbalanced panels are as reliable as those based on balanced panels (Arellano, 2003).

Remarkably, during the period of study the inflation rate, on average, was very low (0.07% according to INE, Índice de Precios al Consumo, 2019) and, therefore, we did not deflate the monetary series.

For the purpose of our study, we have identified the following compensation components disclosed in Figure 4.1:

Figure 4.1. Compensation components of the study

Components	Label	Definition
1.Salary	Salary	The fix compensation that the directors receive for their executive duties. It also includes the fixed remuneration perceived in cash, for their belonging to the board of directors. Other concepts not related to obtaining results are also included, such as allowances for attending meetings of the board of directors and remuneration for membership of board committees.
2.Total Variable (2a + 2b)	Variable	Cash Variable + Shares Pay, that is, the sum of perceptions linked to performance targets in both cash and shares plans
2.a. Total Cash Variable	VariableCash	Variable Short Term + Variable Long Term, that is the sum of perceptions linked to performance targets in cash
Variable Short Term	VariableST	Variable cash amounts accrued in a period equal to or less than one year
Variable Long Term	VariableLT	Amounts in cash accrued over a period of more than one year
2.b. Shares Pay	Shares	Amounts accrued by the remuneration plans based on delivery of shares linked to the achievement of objectives.
Total Pay (1+2)	Total Pay	The sum of Salary and Total Variable

The descriptive statistics regarding the compensation scheme of CEOs and executive members of the sample is displayed in Table 4.1.:

Table 4.1. Descriptive statistics of the compensation components**Panel A. CEO Compensation. 112 companies. Data in thousand euros**

Variable	Obs	Mean	Std.Dev.	Min	Max
a. Variable_ShortTerm	404	675	864	10	4,766
b. Variable_LongTerm	85	621	755	6	5,520
Total_Cash_Variable (a+b)	417	780	1,003	10	8,820
c. SharesPay	79	1,556	2,419	7	12,232
Total_Variable (a+b+c)	423	1,060	1,719	7	12,842
d. Salary	575	739	1,088	6	18,769
Total_Pay (a+b+c+d)	575	1,527	2,188	42	19,505

Panel B. Executive Compensation. 167 companies. Data in thousand euros.

Variable	Obs	Mean	Std.Dev.	Min	Max
a. Variable_ShortTerm	429	523	672	3	3,627
b. Variable_LongTerm	86	572	732	5	5,520
Total_Cash_Variable (a+b)	437	626	841	3	8,820
c. SharesPay	115	1,431	2,229	1	12,232
Total_Variable (a+b+c)	442	991	1,675	3	12,842
d. Salary	630	608	673	1	10,609
Total_Pay (a+b+c+d)	630	1,305	1,878	1	13,205

The data related to CEO compensation (Panel A, Table 4.1.) shows that, on average, the variable components rise up to 675 thousand euros (short term), 621 thousand euros (long term) and 1,556 thousand euros in shares pay. The fix component, i.e. the salary, is on average 739 thousand euros meanwhile the total pay is 1,527 thousand euros. The lowest total remuneration consists of 42 thousand euros and was earned by the Montebalito's CEO in 2013, while the CEOs at the IBEX35 companies (Inditex, Iberdrola, Telefónica and OHL) received the highest compensations, surrounding 19,505 thousand euros.

Regarding the Executive compensation data (Panel B, Table 4.1.), the mean value of the long-term variable component (572) is higher than the short-term one (523) and the average remuneration paid in shares is around 1,431 thousand euros. The minimum values correspond to years when the companies were facing financial distress and the compensation was symbolic (i.e. Saint Croix Holding in 2014 or Service Point Solutions in 2017). Of note, the Total_Pay

minimum value is lower than the Total_Variable one because the observation that reports the total minimum remuneration does not include variable incentives. Similarly to the CEO's data, the executive's maximum values correspond to the biggest companies with the highest volume of assets or sales such as Ferrovial, Inditex or Iberdrola.

As expected, the mean of all variables related to CEO compensation is higher than the executive counterpart. For instance, the average of Total Pay is 1,527 and 1,305 thousand euros for the CEO and the executive position, respectively.

Since the sample covers not only the companies included in the IBEX35 index but all listed companies, all compensation components show a high range and high standard deviation values.

To explore the differences between the pre and post GReform, we carried out the mean differences tests (results reported in Table 4.2). All CEO pay variables (Table 4.2 Panel A) display higher values after the GReform, though only the increment in SharesPay is statistically significant at 1% level (coefficient 1,484.43). Notably, the increment in shares pay was not counterbalanced with a decrease in the fix component (Salary) and, consequently, it triggered a statistically significant increment in TotalPay (coefficient 343.20).

Regarding the executive's compensation (Table 4.2 Panel B), the fix component decreases after the GReform (coefficient -16.88) though the difference is not statistically significant. Similarly to the CEOs' variations, the SharesPay increases and so does the Total Pay with statistical significance at conventional levels.

Table 4.2. Univariate analysis between pre and post GReform periods

Panel A. CEO Compensation									
Variables	Before GReform 2015				After GReform 2015				Mean diff.
	N	Mean	Median	Stand. Dev.	N	Mean	Median	Stand. Dev.	
VariableST	126	648.31	330	858.84	278	687.27	351	868.34	38.96
VariableLT	26	574.23	390	527.08	59	642.33	450	839.98	68.10
Total Cash Var	129	748.97	365	933.55	288	795.00	388	1,034.33	46.03
SharesPay	23	504.57	63	797.04	56	1,989.00	886	2,719.14	1,484.43 ***
Total Variable	133	813.70	365	1,106.90	290	1,173.60	451	1,927.48	359.90 **
Salary	187	713.48	462	983.82	390	748.42	522	1,134.63	34.94
TotalPay	187	1,293.42	671	1,717.94	389	1,636.62	862	2,375.11	343.20 **

Panel B. Executive Compensation									
Variables	Before GReform 2015				After GReform 2015				Mean diff.
	N	Mean	Median	Stand. Dev.	N	Mean	Median	Stand. Dev.	
VariableST	141	476.75	259	627.27	288	545.71	325	694.10	68.96
VariableLT	27	449.59	322	413.67	59	629.05	419	836.84	179.46
Total Cash Var	143	554.97	314	712.41	294	660.20	351	896.41	105.23
SharesPay	31	661.16	125	1,381.74	84	1,716.17	547	2,414.80	1,055.01 ***
Total Variable	146	683.94	29,5	1,030.21	296	1,143.42	423	1,898.59	459.48 ***
Salary	210	620.08	435	870.33	420	603.20	457	550.86	-16.88
TotalPay	210	1,098.30	602	1,474.47	420	1,409.62	727	2,045.25	311.32 **

* significant at 10% level, ** significant at 5% level, *** significant at 1% level

4.4.2. Model specification and methodology

To test the impact of the GReform on the managerial compensation scheme and the moderating influence of the institutional investors, we build on the basic model proposed by Murphy (1985) that also includes the governance variables recommended by prior scholars (Alves et al., 2015; Lopez-Iturriaga et al., 2015; Garcia-Meca & Pucheta-Martinez, 2019). It adopts the following form:

$$\begin{aligned}
 \text{CEO/Executive_compensation}_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \text{ROE}_{i,t} + \beta_2 \text{GReform} + \beta_3 \text{Inst_Dir}_{i,t} + \\
 & + \beta_4 \text{Pres_Res_Dir}_{i,t} + \beta_5 \text{Pres_Sen_Dir}_{i,t} + \beta_6 \text{CEO_dual}_{i,t} + \beta_7 \text{Size}_{i,t} + \beta_8 \text{Leverage}_{i,t} + \\
 & + \sum \beta_k \text{Industry}_{i,t} + \sum \beta_j \text{year}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned} \quad (\text{model I})$$

where we measure CEO/Executive_compensation_{it} through i) absolute values, i.e. the nat log of the variable compensation component; and ii) the proportion of the variable component to

the total perceived remuneration. For every company, the variable compensation component of the executive's board members is the total variable compensation of the whole board of directors divided by the number of executive directors. We estimate the dependent variable in both, absolute and relative terms because, as it is displayed in Table 4.2. the increase in the total compensation seems to be the consequence of the variable component (*SharesPay*) and, therefore, the proportion of the variable component to the total perceived remuneration might remain stable (variables and their measurements are provided in Appendix I).

We use panel data sets which combine time series and cross sections of units (Greene, 2012). Results of the models that use panel data are generally more robust because they consider the whole information from all observations across cases and over time in the same dataset (Wooldridge, 2015).

In the estimation of our model, two problems can arise: i) constant and unobservable heterogeneity, which refers to the specific characteristics of each firm that remains constant over time. To control for this issue, we performed the Hausman test for random effect consistency estimator and the results suggest that the most suitable model is the one that applies random-effect regressions; ii) endogeneity issues, that in this study could stem from the influence of the lagged managerial compensation on the variables of interest. Since the period of the GReform cannot be determined by the lagged managerial compensation we also discarded the reverse causality related to the moderating influence of the board structure on the partitioning variable.

Thus, to test the hypothesis, we apply OLS regressions using random effects on the unbalanced panel data sets. The application of robust regression analysis to our panel data overcomes some limits of the parametric and non-parametric regressions and improves the consistency of our estimators.

Variables of interest

The construct performance is operationalized through the accounting measure *Return on Equity* (ROE_{it}), widely used in prior literature (Zhou, 1999, 2018; Randøy and Nielsen, 2002; Elston and Goldberg, 2004) and that shows the manager's ability to turn shareholder investments into profits.

In order to test the impact of the 2015 Governance Reform, the model includes the partitioning variable labelled *GReform* that adopts the value 1 in the post-reform period (years 2015-2018) and 0 otherwise (years 2013-2014). We also include the interaction of the governance reform and the firm's performance ($GReform \times ROE$) that measures the additional impact of the ROE variable on the CEO/Executive compensation after the governance reform.

Following Almazan et al. (2005) or López-Iturriaga et al. (2014) the model comprises the proportion of board members that are: i) appointed by institutional investors (labelled $Inst_Dir_{it}$); and its related classification, ii) institutional investors that represent companies that keep business links other than the investment one, such as banks and insurance companies ($Pres_Sen_Dir_{it}$); and iii) institutional investors that represent investment, mutual and pension funds ($Pres_Res_Dir_{it}$). We also provide the interaction of these three variables with *GReform* and *ROE* to estimate the moderating effect of the board composition on the enforcement of the *GReform* in order to enhance the pay-performance association.

Control variables

Based on prior evidence, the model also considers the impact of the following variables: to control the influence of the CEO power-over-the board posited by the Managerial Power Theory (Bebchuk and Fried, 2003; 2004), the dummy variable CEO_dual_{it} identifies when the

CEO is the same person that chairs the board of directors (as in Chung et al, 2015; Merino et al, 2016).

As stated in the literature review, traditionally the CEO and the executive remuneration is strongly determined by the firm's size, as the metaresults by Tosi et al. (2000) or Blanes et al. (2020) corroborate. Typically (Buck et al., 2003, 2008; Croci, Gonenc and Ozkan, 2012; among others) this construct is operationalized through the $Sales_{it}$ variable. In order to reduce its variability, it adopts the natural log form.

High firm's *Leverage* is expected to control the pay-performance link, because financial borrowers act as external or internal monitoring agents (Jensen,1986), in order to reduce the risk exposition of the financial entity. In consequence, the model includes the ratio total debt/total assets (labelled as $Leverage_{it}$) where total debt includes both the current and long-term liabilities, as in Basu et al. (2006) and Chung et al.(2018).

Finally, the model includes dummy variables that identify the different industries ($Industry_{it}$) according to CNAE classification⁷ because the CEO/executive compensation varies according to the industry (Anderson et al., 2000; Pucheta and Gallego, 2021). The model also controls for year effects.

We winsorize all the continuous data at both the 1st and 99th percentiles to remove extreme values in order to control for outlier effects.

⁷ Clasificación Nacional de Actividades Económicas (in english, Industry National Classification)

4.5. EMPIRICAL RESULTS

4.5.1. Descriptive statistics

Table 4.3. discloses the descriptive statistics of the variables included in the baseline model. Of note, during the period of study all companies released their financial statements though we lack the compensation figures for some firms for those years that delisted. Hence, the number of observations related to financial variables is higher than the compensation ones.

Table 4.3. Descriptive statistics of the variables

Variable	Obs	Mean	Std.Dev.	Min	Max
<i>CEOVar%</i>	558	31.89	26.05	0.00	94.54
<i>ExeVar%</i>	568	32.22	25.65	0.00	95.04
<i>ROE</i>	926	7.68	46.22	-223.40	202.81
<i>Inst_dir</i>	715	14.23	18.61	0.00	75.00
<i>Pres_Sen_Dir</i>	715	2.23	6.97	0.00	50.00
<i>Pres_Res_Dir</i>	715	11.97	17.55	0.00	75.00
<i>CEO_dual</i>	715	0.58	0.49	0.00	1.00
<i>Size</i>	798	5.37	1.19	2.18	7.70
<i>Leverage</i>	804	65.41	45.38	1.00	341.00

Where: *CEOVar%* denotes the CEO's ratio of variable compensation; *ExeVar%* denotes the Executive's ratio of variable compensation; *ROE* is Return on Equity; *Inst_dir* is the proportion of institutional directors; *Pres_Sen_Dir* is the proportion of Pressure Sensitive Directors; *Pres_Res_Dir* is the proportion of Pressure Resistant Directors; *CEO_dual* denotes CEO duality; *Size* is the nat log of Sales and *Leverage* is the Total Debt divided by Total Assets

On average, the variable component represents 31.89% of the total perceived by the CEO during the period of analysis and it varies from 0% to 94.54%. Similar figures (32.22%; 0% and 95.04%, respectively) are offered by the Executive's variable pay.

The lowest ROE values correspond to companies in the Construction & Real State and in the Solar Energy industries. In 58% of the observations, the CEO also chairs the board. Regarding the proprietary directors, on average, 15.57% of the members represent institutional investors, being 2.23% the mean value of the pressure sensitive directors and 11.97% its counterpart.

The Sales variable exhibits a wide range and a high standard deviation: The lowest values (min 2.18) correspond to companies in the Construction & Real State industry meanwhile the highest values (max 7.70) are reported by companies included in the IBEX35 index such as Repsol, Telefónica or ACS. The highest Leverage (341%) corresponds to La Seda de Barcelona which was dissolved in 2019. Conversely, some firms in the Construction & Real State industry are almost self-financed (Leverage is 1%).

The industry classification of the sample according to CNAE criteria is displayed in Table 4.4, Panel A: The industries with the highest number of companies are Business Services, Manufacturing and Real State Services, which contains 28, 53 and 28 companies respectively. Panel B shows a broader classification of the sample where the highest number of companies of the sample are related with the services industry (45% of the sample), and it is followed by the manufacturing industry (31.74%) and the Construction & Real State activity (23.36%).

Table 4.4. Sample classification according to industry criteria

Panel A: CNAE industry classification			
CNAE ID	Industry	Firms	%
1	Business Services	28	16.77
2	Communications	13	7.78
3	Construction	11	6.59
4	Manufacturing	53	31.74
5	Mining & Extraction	4	2.40
6	Real State Services	28	16.77
7	Education & Health	4	2.40
8	Travel, Leisure & Tourism	10	5.99
9	Utilities	12	7.19
10	Wholesale & Retail	4	2.40
Total		167	100%
Panel B: Broad industry classification of the companies of the sample			
Industry ID	Activity	Firms	%
1	Construction & Real State (CNAE 3 + 6)	39	23.36
2	Manufacturing (CNAE 4)	53	31.74
3	Services (CNAE 1+2+5+7+8+9+10)	75	44.93
Total		167	100%

4.5.2. Correlation analysis

Table 4.5 displays the results of the Pearson correlation analysis for the variables of the baseline model. It shows that there is a positive correlation between both CEOVar% and ROE (0.106), though the coefficient and the statistical significance is higher for the CEO duality (0.126) and Size (0.457) and negative with Press_Res_Dir (-0.091), according to the expected sign. Similarly, ExeVar% is positively correlated with ROE, Size and negatively with Pres_Res_Dir (0.109; 0.462 and -0.137, respectively). Nevertheless, the post-regressions analyses of the variance inflation factor (VIF), showed that the average VIF of the independent variables is under 10, suggesting that there are no multicollinearity problems (Hair et al., 1995).

Table 4.5. Pearson correlation matrix

Variables	CEOVar%	ExeVar%	ROE	CEO_dual	Inst_dir	Pres_Sen_Dir	Pres_Res_Dir	Size	Leverage
CEOVar%	1.000								
ExeVar%	0.893***	1.000							
ROE	0.106**	0.109**	1.000						
CEO_dual	0.126***	0.005	0.095**	1.000					
Inst_dir	-0.062	-0.108**	-0.159***	-0.193***	1.000				
Pres_Sen_Dir	0.057	0.046	-0.030	-0.026	0.334***	1.000			
Pres_Res_Dir	-0.091**	-0.137***	-0.156***	-0.194***	0.927***	-0.042	1.000		
Size	0.457***	0.462***	0.078**	0.200***	0.065*	0.103***	0.027	1.000	
Leverage	-0.064	0.011	-0.009	0.147***	-0.039	-0.009	-0.038	0.096***	1.000

Variables and measurements displayed in Appendix I

*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

4.5.3. Univariate analysis

To explore the variables' evolution after the GReform, we carried out the mean differences tests (results reported in Table 4.6). Both variable components of CEO and Executive pay increased after the GReform (coefficients 2.60 and 5.88, respectively) though only the latter is significant at 1%. On the contrary, the number of pressure sensitive directors (Pres_Sen_Dir) and Leverage significantly decreased (coefficients 1.40 and 7.02, respectively). The remaining variables do not show variations statistically significant at conventional levels.

Table 4.6. Descriptive statistics and univariate analysis between pre and post GReform periods.

Variable	Before GReform		After GReform		Test of means	
	Obs	Mean	Obs	Mean		
CEOVAr%	179	30.13	379	32.73	2.60	
ExeVar%	191	28.32	377	34.20	5.88	***
ROE	232	8.48	506	11.01	2.53	
Inst_dir	229	15.57	486	13.60	-1.97	
Pres_Sen_Dir	229	3.22	486	1.82	-1.40	**
Pres_Res_Dir	229	12.35	486	11.78	-0.57	
CEO_dual	229	0.55	486	0.59	0.04	
Size	258	5.36	540	5.38	0.02	
Leverage	261	70.15	543	63.13	-7.02	***

Variables and measurements displayed in Appendix I

* significant at 10% level, ** significant at 5% level, *** significant at 1% level

4.5.4. Multivariate analysis

Results of the baseline model are displayed in Table 4.7. Column (2) shows that the partitioning variable GReform positively impacts on the CEO's compensation variable component. Specifically, after the GReform, the CEO variable compensation increased in 18.1%.

In order to estimate the overall effect of performance and GReform on the variable compensation, we run the postestimation Wald Test of significance for the linear combination of the three variable of interests (ROE, GReform and GReform*ROE). The sum of the three

coefficients (0.184) for the three joint variables (ROE + GReform + ROE*GReform) is statistically significant at 1% level, therefore, the results are consistent with H1 since the CEO pay-performance link is stronger after the GReform. Regarding the Executive's data, the variables of interest (column 4) display positive though non-sign coefficients but neither the individual components nor the Wald test of the exploratory variables offer statistically significant results at conventional levels. Therefore, H1 is only validated for the CEO compensation scheme. The control variables, Size and Leverage offer the expected sign with significant coefficients though CEO_duality does not offer a significant association with neither the CEO nor the Executive variable compensation.

Table 4.7. Influence of the GReform over the managerial compensation. Nat log of variable compensation as dependent variable.

Variables	CEO		EXECUTIVE	
	(1)	(2)	(3)	(4)
ROE	-0.000 (-0.051)	-0.001 (-1.186)	0.000 (0.432)	0.000 (0.222)
GReform		0.181*** (2.847)		0.076 (0.618)
GReform*ROE		0.002 (1.448)		0.000 (0.151)
CEO_dual	0.083 (1.325)	0.084 (1.347)	0.178 (1.198)	0.178 (1.207)
Size	0.408*** (5.137)	0.405*** (5.070)	0.662*** (7.114)	0.662*** (7.046)
Leverage	-0.418** (-2.149)	-0.361* (-1.795)	-0.797** (-2.337)	-0.798** (-2.330)
Constant	0.111 (0.221)	0.092 (0.184)	-1.551*** (-3.568)	-1.549*** (-3.556)
Industry Effects	YES	YES	YES	YES
Year Effects	YES	YES	YES	YES
Observations	361	361	526	526
R2	0.48	0.48	0.41	0.41
Test GReform		0.184		0.076
Chi2		8.18***		0.39

Variables and measurements displayed in Appendix I

The Test GReform is de test of significance for the sum of coefficients: ROE + GReform + GReform*ROE = 0

*** statistical denotes significance at 1% level. ** denotes statistical significance at 5% level.* denotes statistical significance at 10% level.

Data reported in Table 4.8 columns 1 and 4 indicate that the coefficients of the institutional investors neither individually nor the interactions with the GReform or ROE are statistically significant. Thus, they do not influence CEO's variable compensation and the results fail to support H2.

Similar conclusions apply to the subgroups of pressure-resistant and pressure-sensitive directors, since the coefficients reported in columns 2, 3, 5 and 6 are not significant but the interaction $ROE * Pres_Res_Dir$ that exhibits a very small coefficient -0.005 and with a negative sign, contrary to the expected one. Therefore, we fail to provide empirical support for H3.

**Table 4.8. Combined influence of the GReform and institutional directors over the CEO pay-ROE link.
CEO's variable compensation nat log as dependent variable.**

VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
ROE	-0.001 (-1.261)	-0.001 (-1.191)	-0.001 (-1.229)	-0.000 (-0.412)	-0.001 (-1.300)	-0.000 (-0.208)
GReform	0.191*** (2.916)	0.183*** (2.904)	0.182*** (2.866)	0.205*** (2.927)	0.190*** (2.927)	0.181*** (2.778)
GReform*ROE	0.002 (1.530)	0.002 (1.454)	0.002 (1.512)	0.001 (1.065)	0.002 (1.485)	0.001 (1.115)
Inst_Dir	0.297 (1.333)			0.368 (1.434)		
Pres_Sen_Dir		0.079 (0.268)			-0.117 (-0.220)	
Pres_Res_Dir			0.332 (1.165)			0.360 (1.127)
ROE*Inst_Dir				-0.004 (-1.563)		
GReform*Inst_Dir				-0.077 (-0.292)		
GReform*ROE*Inst_Dir				0.001 (0.099)		
ROE*Pres_Sen_Dir					0.018 (1.398)	
GReform*Pres_Sen_Dir					-0.479 (-1.321)	
GReform*ROE*Pres_Sen_Dir					0.023 (1.045)	
ROE*Pres_Res_Dir						-0.005** (-2.172)
GReform*Pres_Res_Dir						0.035 (0.115)
GReform*ROE*Pres_Res_Dir						0.001 (0.162)
CEO_dual	0.094 (1.470)	0.085 (1.350)	0.094 (1.457)	0.096 (1.438)	0.079 (1.244)	0.100 (1.488)
Size	0.406*** (4.966)	0.405*** (5.123)	0.402*** (4.891)	0.398*** (4.933)	0.411*** (5.221)	0.389*** (4.762)
Leverage	-0.387* (-1.928)	-0.361* (-1.802)	-0.383* (-1.907)	-0.405** (-2.002)	-0.371* (-1.838)	-0.406** (-2.023)
Constant	0.039 (0.077)	0.086 (0.175)	0.074 (0.145)	0.083 (0.166)	0.041 (0.083)	0.151 (0.292)
Industry Effects	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Year Effects	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Observations	361	361	361	361	361	361
R2	0.48	0.49	0.47	0.47	0.50	0.48
Test GReform	0.192	0.184	0.183	0.206	0.191	0.182
Chi2	8.57***	8.51***	8.28***	8.73***	8.63***	7.90***

Variables and measurements displayed in Appendix I

Test GReform is the test of significance for the sum of coefficients: $ROE + GReform + GReform*ROE = 0$

*** statistical denotes significance at 1% level. ** denotes statistical significance at 5% level. * denotes statistical significance at 10% level.

Of note, the explanatory power in every model (CEO and Executive) is around 50%, similar to the previous R2 reported by López-Iturriaga et al (2015) or Bauxalí-Soler and Sánchez-Marín (2015) for the Spanish setting.

Similarly, we performed the same analysis on the executives' variable remuneration (results displayed in Table 4.9). Among the results reported in column 4, the interaction $GReform*ROE*Inst_Dir$ exhibits a negative and non significant coefficient (-0.001) so we failed to obtain results consistent with H2, that is, the institutional directors do not moderate the impact of the GReform on the executive's pay-performance.

The influence of both categories of institutional directors on the executive's compensation is unclear: i) Pressure sensitive directors significantly moderate the influence of the GReform on the pay-performance link ($GReform*ROE*Pres_Sen_Dir$ exhibits a coefficient 0.090 in column 5) though contrary to the expected sign; ii) conversely, $Pres_Res_Dir$ shows a non significant coefficient (-0.003) reported in column 6. Therefore, the results only corroborate H3 in the case of pressure-sensitive directors.

Table 4.9. Combined influence of the GReform and institutional directors over the executive pay-ROE link. Executive's variable compensation nat log as dependent variable.

VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
ROE	0.000 (0.241)	0.000 (0.151)	0.000 (0.225)	0.001 (0.598)	0.000 (0.174)	0.001 (0.546)
GReform	0.067 (0.543)	0.117 (0.933)	0.081 (0.661)	0.294* (1.795)	0.215 (1.632)	0.206 (1.363)
GReform*ROE	0.000 (0.113)	0.000 (0.197)	0.000 (0.096)	-0.001 (-0.299)	-0.001 (-0.341)	-0.000 (-0.064)
Inst_Dir	-0.421 (-1.102)			0.415 (0.872)		
Pres_Sen_Dir		1.507* (1.844)			2.779* (1.806)	
Pres_Res_Dir			-0.894* (-1.912)			-0.219 (-0.408)
ROE*Inst_Dir				0.001 (0.350)		
GReform*Inst_Dir				-1.333** (-2.367)		
GReform*ROE*Inst_Dir				-0.001 (-0.088)		
ROE*Pres_Sen_Dir					-0.036 (-0.999)	
GReform*Pres_Sen_Dir					-2.476* (-1.765)	
GReform*ROE*Pres_Sen_Dir					0.090*** (3.280)	
ROE*Pres_Res_Dir						0.001 (0.237)
GReform*Pres_Res_Dir						-1.006** (-1.979)
GReform*ROE*Pres_Res_Dir						-0.003 (-0.367)
CEO_dual	0.170 (1.115)	0.186 (1.303)	0.165 (1.086)	0.166 (1.140)	0.244* (1.888)	0.150 (0.988)
Size	0.669*** (7.224)	0.654*** (6.948)	0.672*** (7.349)	0.656*** (7.046)	0.646*** (6.988)	0.669*** (7.305)
Leverage	-0.785** (-2.301)	-0.798** (-2.355)	-0.770** (-2.299)	-0.749** (-2.220)	-0.696** (-2.077)	-0.770** (-2.314)
Constant	-1.499*** (-3.484)	-1.573*** (-3.635)	-1.460*** (-3.469)	-1.609*** (-3.831)	-1.670*** (-3.948)	-1.530*** (-3.652)
Industry Effects	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Year Effects	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Observations	526	526	526	526	526	526
R2	0.42	0.41	0.43	0.43	0.42	0.44
Test GReform	0.067	0.117	0.081	0.294	0.214	0.207
Chi2	0.30	0.89	0.45	3.27*	2.68*	1.90

Variables and measurements displayed in Appendix I

Test GReform is de test of significance for the sum of coefficients: ROE + GReform + GReform*ROE = 0

*** statistical denotes significance at 1% level. ** denotes statistical significance at 5% level.* denotes statistical significance at 10% level.

To further explore the influence of both the GReform and the institutional directors over the managerial compensation variable component, we performed the same analysis though

replacing the measurement of the prior dependent variable (in nat log terms) with a relative measure, that is, the percentage of the variable compensation over the total one, as in Cyert et al. (2002); Carpenter and Sanders (2002) ; Bauxalí-Soler and Sánchez-Marín (2015) or Lopez-Iturriaga et al. (2015).

Results of the baseline model displayed in Table 4.10 show that, in spite of ROE positively associated to CEO ratio of variable compensation (coefficient 0.047), it did not increase significantly after the GReform. On the contrary, the governance reform positively impacts on the Executive compensation since the coefficient (6.342) is significant at 5% and so is the Wald test (6.380 significant at 5%). Thus, when the variable rewarding component is measured in relative terms, H1 is validated only for the executive's data.

Table 4.10. Influence of the GReform over the pay-ROE link. Ratio of the variable compensation as dependent variable.

Variables	CEO		EXECUTIVE	
	(1)	(2)	(3)	(4)
ROE	0.047** (2.377)	0.004 (0.176)	0.027 (1.429)	0.007 (0.304)
GReform		2.270 (0.823)		6.342** (2.398)
GReform*ROE		0.062 (1.580)		0.031 (0.898)
CEO_dual	0.547 (0.157)	0.753 (0.219)	2.871 (1.032)	2.875 (1.038)
Size	13.885*** (8.876)	14.010*** (8.811)	13.081*** (8.508)	13.150*** (8.508)
Leverage	-23.183*** (-3.150)	-23.177*** (-3.139)	-20.282*** (-2.580)	-20.156** (-2.558)
Constant	-36.339*** (-4.251)	-36.898*** (-4.313)	-35.236*** (-4.742)	-35.565*** (-4.815)
Industry Effects	YES	YES	YES	YES
Year Effects	YES	YES	YES	YES
Observations	477	477	450	450
R2	0.34	0.34	0.35	0.35
Test GReform		2.336		6.380
Chi2		0.72		5.83**

Variables and measurements displayed in Appendix I

The Test GReform is de test of significance for the sum of coefficients: ROE + GReform + GReform*ROE = 0

*** statistical denotes significance at 1% level. ** denotes statistical significance at 5% level.* denotes statistical significance at 10% level.

Following prior procedures, in order to test the second hypothesis, we rerun the model with the institutional investors (results displayed in Table 4.11). Columns 1, 2 and 3 offer the results after including the institutional, pressure-sensitive and pressure-resistant directors, alternatively, though none of the them exhibits association to the CEO variable compensation. Column 4 offers the results of the interactions of the testing variables with the institutional directors and they corroborate H2 since the interaction of GReform*ROE*Inst_Dir exhibits a negative coefficient (-0.220) though with weak significance (at 10% level).

Only the category of pressure resistant directors exhibits a statistically significant result (GReform*ROE*Pres_Res_Dir coefficient of -0.255 at 10% level), thus confirming H3.

Table 4.11. Combined influence of the GReform and institutional directors over the CEO pay-ROE link. Ratio of CEO's variable compensation as dependent variable.

VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
ROE	0.004 (0.168)	0.004 (0.157)	0.005 (0.178)	-0.035 (-0.983)	0.002 (0.073)	-0.033 (-0.928)
GReform	2.405 (0.847)	2.500 (0.886)	2.284 (0.824)	4.540 (1.411)	4.184 (1.471)	2.639 (0.848)
GReform*ROE	0.063 (1.606)	0.063 (1.597)	0.063 (1.587)	0.101* (1.833)	0.051 (1.214)	0.112** (2.019)
Inst_Dir	4.145 (0.502)			12.095 (1.207)		
Pres_Sen_Dir		8.828 (0.626)			27.349 (1.017)	
Pres_Res_Dir			2.052 (0.207)			5.948 (0.511)
ROE*Inst_Dir				0.207** (2.566)		
GReform*Inst_Dir				-14.866 (-1.257)		
GReform*ROE*Inst_Dir				-0.220* (-1.707)		
ROE*Pres_Sen_Dir					-0.103 (-0.148)	
GReform*Pres_Sen_Dir					-46.392* (-1.750)	
GReform*ROE*Pres_Sen_Dir					0.699 (1.312)	
ROE*Pres_Res_Dir						0.182** (2.199)
GReform*Pres_Res_Dir						-6.797 (-0.531)
GReform*ROE*Pres_Res_Dir						-0.255* (-1.696)
CEO_dual	0.751 (0.218)	0.772 (0.225)	0.740 (0.215)	0.588 (0.175)	1.746 (0.530)	0.530 (0.154)
Size	14.012*** (8.731)	13.997*** (8.792)	14.012*** (8.750)	14.046*** (8.766)	13.816*** (8.660)	14.157*** (8.879)
Leverage	-23.398*** (-3.136)	-23.117*** (-3.127)	-23.305*** (-3.114)	-22.005*** (-2.793)	-21.230*** (-2.836)	-22.694*** (-2.892)
Constant	-37.633*** (-4.281)	-37.265*** (-4.368)	-37.159*** (-4.234)	-40.062*** (-4.602)	-39.109*** (-4.650)	-38.623*** (-4.421)
Industry Effects	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Year Effects	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Observations	477	477	477	477	477	477
R2	0.34	0.34	0.34	0.35	0.35	0.35
Test GReform	2.472	2.567	2.352	4.606	4.237	2.718
Chi2	0.76	0.83	0.72	2.07	2.23	0.77

Variables and measurements displayed in Appendix I

Test GReform is de test of significance for the sum of coefficients: $ROE + GReform + GReform*ROE = 0$

*** statistical denotes significance at 1% level. ** denotes statistical significance at 5% level. * denotes statistical significance at 10% level.

In a similar way, we run the model with the executive compensation data (results displayed in Table 4.12). However, none of the interactions showed a significant coefficient but the control variables (Size and Leverage) so the results do not corroborate neither H2 nor H3.

Table 4.12. Combined influence of the GReform and institutional directors over the executive pay-ROE link. Ratio of executive's variable compensation as dependent variable.

VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
ROE	0.007 (0.307)	0.006 (0.269)	0.007 (0.293)	0.011 (0.285)	0.005 (0.193)	0.014 (0.356)
GReform	6.363** (2.349)	6.811** (2.557)	6.396** (2.416)	8.970*** (2.700)	7.417*** (2.617)	8.469*** (2.693)
GReform*ROE	0.030 (0.881)	0.031 (0.934)	0.028 (0.843)	-0.006 (-0.117)	0.021 (0.634)	-0.012 (-0.213)
Inst_Dir	0.073 (0.009)			6.875 (0.748)		
Pres_Sen_Dir		15.069 (1.546)			13.139 (0.561)	
Pres_Res_Dir			-5.621 (-0.572)			0.763 (0.072)
ROE*Inst_Dir				0.020 (0.234)		
GReform*Inst_Dir				-13.439 (-1.136)		
GReform*ROE*Inst_Dir				0.108 (0.857)		
ROE*Pres_Sen_Dir					0.296 (0.519)	
GReform*Pres_Sen_Dir					-8.368 (-0.343)	
GReform*ROE*Pres_Sen_Dir					0.233 (0.457)	
ROE*Pres_Res_Dir						0.006 (0.067)
GReform*Pres_Res_Dir						-12.938 (-1.021)
GReform*ROE*Pres_Res_Dir						0.148 (0.956)
CEO_dual	2.831 (1.019)	3.043 (1.137)	2.773 (0.998)	2.896 (1.103)	3.306 (1.315)	2.717 (1.019)
Size	13.167*** (8.598)	13.067*** (8.435)	13.191*** (8.637)	12.862*** (8.183)	13.002*** (8.406)	12.867*** (8.196)
Leverage	-20.131** (-2.560)	-20.006** (-2.530)	-19.978** (-2.554)	-18.435** (-2.295)	-18.965** (-2.447)	-18.380** (-2.289)
Constant	-35.662*** (-4.670)	-35.902*** (-4.879)	-34.823*** (-4.579)	-36.237*** (-4.693)	-36.805*** (-4.992)	-34.654*** (-4.467)
Industry Effects	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Year Effects	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Observations	450	450	450	450	450	450
R2	0.35	0.35	0.35	0.35	0.35	0.36
Test GReform	6.400	6.848	6.431	8.975	7.443	8.471
Chi2	5.59**	6.63***	5.91**	7.34***	6.92***	7.31***

Variables and measurements displayed in Appendix I

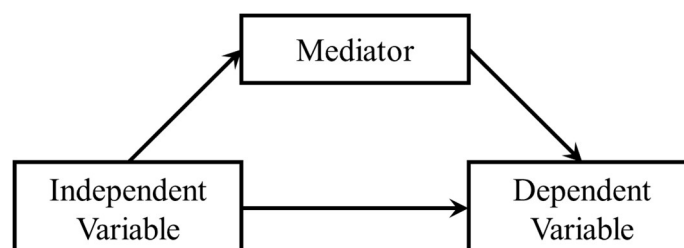
Test GReform is de test of significance for the sum of coefficients: ROE + GReform + GReform*ROE = 0

*** statistical denotes significance at 1% level. ** denotes statistical significance at 5% level. * denotes statistical significance at 10% level.

4.5.5. Mediation analysis of Institutional investors

The main purpose of a mediation analysis is to investigate if the mediating variable moderates the effect of independent variables of interest on the dependent variable. In our study, we analyse whether the institutional directors mediate the association between GReform and the CEO/Executive compensation values.

Therefore, we perform causal mediation analysis using parametric regression models. Two models are estimated: i) a model for the mediator conditional on treatment, i.e., a regression where the dependent variable is the mediating variable (institutional directors) and the predicting variable is the GReform; and ii) a model for the outcome conditional on treatment, i.e., a regression where the dependent variable is the CEO/Executive remuneration, which is predicted by the GReform and the institutional directors treated as mediating variable. It extends statistical mediation analysis (widely known as Baron and Kenny (1986) procedure) to allow for the presence of treatment-mediator interactions in the outcome regression model using counterfactual definitions of direct and indirect effects.



Following the definitions of Robins and Greenland (1992) and Pearl (2001) we distinguish the following results of the mediation influence:

- The controlled direct effect (CDE): The effect on remuneration when switching from $GReform = 0$ to $GReform = 1$. Institutional directors proxies were set at the same value for everybody.
- The natural direct effect (NDE): The effect on remuneration when switching from $GReform = 0$ to $GReform = 1$. Institutional directors proxies were set at 0 for everybody.
- The natural indirect effect (NIE): The effect on remuneration when keeping $GReform = 1$ for everybody and switch Institutional directors proxies from 0 to 1.

At the end, we display the proportion of mediation as an indicator of the magnitude of moderating variables' effect on the association between performance and remuneration measures.

Mediation analysis allows decomposing the association between managerial compensation and institutional directors into a) the effect that operates through one or more intermediate variables of interest (indirect effect) and b) the effect that is due to other independent mechanisms (direct effect).

The mediating effect of institutional directors on the association of $GReform$ and the remuneration is scarce. The results of Table 4.13 confirm prior conclusions since they indicate that there is no direct mediation (Control Direct Effect) of the institutional directors over the influence of $GReform$, both for CEO and Executive compensation.

Table 4.13 Mediation analysis of institutional directors on the GReform impact on managerial compensation. Managerial variable compensation nat log as dependent variable.

Panel A. Mediation Analysis for CEO					
	Inst Dir	Pres	Sen Dir	Pres	Res Dir
Controlled direct effect	0.009		0.260		0.007
Natural direct effect	0.100		0.114 *		0.104
Natural indirect effect	0.006		-0.002		0.002
Marginal total effect	0.106		0.111 *		0.107
Proportion of mediation	0.057		-0.018		0.019

Panel B. Mediation Analysis for EXECUTIVE					
	Inst Dir	Pres	Sen Dir	Pres	Res Dir
Controlled direct effect	-1.361 ***		-0.630		-1.332 **
Natural direct effect	0.070		0.108 **		0.086
Natural indirect effect	0.030		-0.016		0.011
Marginal total effect	0.100		0.092		0.096
Proportion of mediation	0.300		-0.174		0.113

CDE: Controlled Direct Effect NDE: Natural Direct Effect POM: Proportion of Mediation
NIE: Natural Indirect Effect MTE: Marginal Total Effect

4.5.6. Additional analysis

In operationalizing the construct *Performance*, agency theorists (Fama & Jensen, 1983b; Jensen & Meckling, 1976) recommend the use of the share return to properly align the interests between managers and shareholders, though it is mainly determined by the market forces and, therefore, it is not under full control of managers (Bertrand and Mullaintathan, 2001). Thus, we replaced the accounting measure with the Total Shareholder Return (TSR) that consists of the variation in the share price plus the payment of dividends.

Table 4.14 shows the results of the OLS regressions for both CEO compensation (columns 1 and 2) and Executive compensation (columns 3 and 4). In the same vein that prior analysis, the CEO compensation increased after the GReform although the coefficient (0.105) exhibits weak significance. However, neither the joint effect GReform*TSR nor the Chi2 reports significant

impact of the GReform on the CEO pay-TSR association, thus we find no support for H1. Regarding the executive data, the impact of the GReform on the nat log of the executive's variable compensation is not significant, hence the results do not support H1.

Table 4.14. Influence of the GReform over the pay-TSR link. Nat log of the variable component as dependent variable.

Variables	CEO		EXECUTIVE	
	(1)	(2)	(3)	(4)
TSR	-0.030 (-0.540)	-0.097 (-0.811)	-0.064 (-0.611)	-0.203 (-0.897)
GReform		0.105* (1.746)		-0.183 (-1.488)
GReform*TSR		0.087 (0.716)		0.172 (0.648)
CEO_dual	0.099 (1.240)	0.096 (1.238)	0.052 (0.300)	0.046 (0.266)
Size	0.361*** (5.221)	0.363*** (5.143)	0.661*** (5.775)	0.658*** (5.711)
Leverage	-0.434** (-2.269)	-0.443** (-2.321)	-0.662** (-2.228)	-0.673** (-2.222)
Constant	0.493 (1.080)	0.495 (1.062)	-1.330* (-1.886)	-1.298* (-1.822)
Industry Effects	YES	YES	YES	YES
Year Effects	YES	YES	YES	YES
Observations	293	293	398	398
R2	0.47	0.47	0.35	0.35
Test GReform		0.095		-0.214
Chi2		1.00		1.39

Variables and measurements displayed in Appendix I

The Test GReform is de test of significance for the sum of coefficients: $TSR + GReform + GReform*TSR = 0$

*** statistical denotes significance at 1% level. ** denotes statistical significance at 5% level.* denotes statistical significance at 10% level.

In this additional analysis (data reported in Table 4.15) though the interaction does not offer significant results, the Chi2 test indicates that there is a global positive impact (coefficient 5.72) of the GReform and the institutional investors over the CEO pay-TSR link. Thus, we can partially corroborate H2. On the contrary, data reported in columns 2, 3, 5 and 6 fail to confirm

H3, that is the influence of pressure resistant and pressure sensitive directors on the GReform enforcement of the rewarding rules to enhance CEO pay-TSR association.

Table 4.15. Combined influence of the GReform and institutional directors over the CEO pay-TSR link.
Nat log of CEO's variable component as dependent variable.

VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
TSR	-0.094 (-0.810)	-0.097 (-0.809)	-0.093 (-0.793)	-0.023 (-0.161)	-0.103 (-0.963)	-0.013 (-0.087)
GReform	0.114* (1.818)	0.107* (1.772)	0.109* (1.778)	0.165** (2.470)	0.123** (1.966)	0.142** (2.286)
GReform*TSR	0.086 (0.724)	0.088 (0.714)	0.084 (0.703)	0.121 (0.865)	0.090 (0.795)	0.110 (0.749)
Inst_Dir	0.284 (1.215)			0.476 (1.337)		
Pres_Sen_Dir		0.070 (0.133)			0.472 (0.654)	
Pres_Res_Dir			0.351 (1.110)			0.466 (1.065)
TSR*Inst_Dir				-0.658 (-0.515)		
GReform*Inst_Dir				-0.258 (-0.718)		
GReform*TSR*Inst_Dir				-0.245 (-0.193)		
TSR*Pres_Sen_Dir					0.695 (0.109)	
GReform*Pres_Sen_Dir					-0.649 (-0.959)	
GReform*TSR*Pres_Sen_Dir					-0.139 (-0.022)	
TSR*Pres_Res_Dir						-0.875 (-0.633)
GReform*Pres_Res_Dir						-0.162 (-0.414)
GReform*TSR*Pres_Res_Dir						-0.089 (-0.067)
CEO_dual	0.108 (1.379)	0.097 (1.243)	0.111 (1.385)	0.111 (1.403)	0.098 (1.261)	0.117 (1.441)
Size	0.362*** (5.046)	0.363*** (5.208)	0.357*** (5.039)	0.359*** (5.224)	0.366*** (5.176)	0.356*** (5.196)
Leverage	-0.480** (-2.493)	-0.446** (-2.331)	-0.478** (-2.491)	0.496*** (-2.717)	-0.435** (-2.246)	0.506*** (-2.766)
Constant	0.469 (0.997)	0.495 (1.076)	0.496 (1.054)	0.448 (0.991)	0.448 (0.958)	0.486 (1.078)
Industry Effects	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Year Effects	YES	YES	YES	YES	YES	YES

Observations	293	293	293	293	293	293
R2	0.45	0.47	0.45	0.46	0.47	0.45
Test GReform	0.106	0.098	0.100	0.263	0.110	0.239
Chi2	1.15	0.99	1.08	5.72**	1.14	5.45

Variables and measurements displayed in Appendix I

Test GReform is the test of significance for the sum of coefficients: $TSR + GReform + GReform*TSR = 0$

*** statistical denotes significance at 1% level. ** denotes statistical significance at 5% level. * denotes statistical significance at 10% level.

The same procedures were applied to the executive compensation database. Though some interactions exhibit significant coefficients, we fail to prove the moderating influence of *Inst_dir*; *Pres_Sen_Dir* and *Pres_Res_Dir* on the GReform enforcement because their interactions with GReform and TSR do not offer statistically significant results (column 4, 5 and 6 in Table 4.16). Thus, the results, again, do not corroborate H2 and H3.

Table 4.16. Combined influence of the GReform and institutional directors over the executive pay-TSR link. Nat log of executive variable compensation as dependent variable.

VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
TSR	-0.203 (-0.897)	-0.202 (-0.896)	-0.202 (-0.895)	0.099 (0.337)	-0.155 (-0.695)	0.068 (0.234)
GReform	-0.184 (-1.443)	-0.178 (-1.409)	-0.185 (-1.474)	0.078 (0.538)	-0.089 (-0.691)	-0.005 (-0.036)
GReform*TSR	0.171 (0.645)	0.172 (0.648)	0.170 (0.644)	-0.168 (-0.502)	0.110 (0.417)	-0.137 (-0.425)
Inst_Dir	-0.030 (-0.066)			1.200** (2.159)		
Pres_Sen_Dir		0.367 (0.309)			2.754** (2.253)	
Pres_Res_Dir			-0.100 (-0.196)			0.910 (1.533)
TSR*Inst_Dir				-1.467** (-2.216)		
GReform*Inst_Dir				-1.673** (-2.554)		
GReform*TSR*Inst_Dir				1.638 (1.496)		
TSR*Pres_Sen_Dir					-8.889 (-0.881)	
GReform*Pres_Sen_Dir					-3.511** (-2.330)	
GReform*TSR*Pres_Sen_Dir					9.277 (0.861)	
TSR*Pres_Res_Dir						-1.346** (-2.076)
GReform*Pres_Res_Dir						-1.391** (-2.037)
GReform*TSR*Pres_Res_Dir						1.568 (1.447)
CEO_dual	0.048 (0.276)	0.046 (0.268)	0.046 (0.269)	0.056 (0.332)	0.091 (0.539)	0.040 (0.234)
Size	0.659*** (5.727)	0.658*** (5.688)	0.659*** (5.737)	0.657*** (5.874)	0.660*** (5.668)	0.656*** (5.875)
Leverage	-0.675** (-2.187)	-0.673** (-2.216)	-0.680** (-2.177)	-0.658** (-2.155)	-0.644** (-2.095)	-0.678** (-2.196)
Constant	-1.297* (-1.814)	-1.308* (-1.845)	-1.284* (-1.783)	-1.520** (-2.237)	-1.447** (-2.027)	-1.408** (-2.051)
Industry Effects	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Year Effects	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Observations	398	398	398	398	398	398
R2	0.35	0.35	0.35	0.36	0.36	0.36
Test GReform	0.082	0.077	0.077	0.096	0.078	0.073
Chi2	1.37	1.26	1.42	0.00	0.54	0.12

Variables and measurements displayed in Appendix I

Test GReform is the test of significance for the sum of coefficients: $TSR + GReform + GReform*TSR = 0$

*** statistical denotes significance at 1% level. ** denotes statistical significance at 5% level.* denotes statistical significance at 10% level.

Tables 4.17, 4.18 and 4.19 display the same analysis though replacing the dependent variable with the relative measure, that is the percentage of the variable compensation over the total one. The outcomes reported in the three tables fail to find any statistical association.

Table 4.17. Influence of the GReform over the pay-TSR link. Ratio of variable compensation as dependent variable.

Variables	CEO		EXECUTIVE	
	(1)	(2)	(3)	(4)
TSR	0.817 (0.437)	-4.788 (-0.922)	-0.847 (-0.295)	-1.541 (-0.311)
GReform		-2.040 (-0.653)		0.505 (0.181)
GReform*TSR		7.046 (1.223)		0.904 (0.150)
CEO_dual	-0.438 (-0.092)	-0.508 (-0.109)	-2.589 (-0.686)	-2.603 (-0.689)
Size	13.540*** (6.312)	13.510*** (6.265)	12.992*** (5.608)	12.994*** (5.602)
Leverage	-28.807*** (-3.485)	-29.595*** (-3.575)	-11.414* (-1.713)	-11.464* (-1.717)
Constant	-23.865* (-1.844)	-22.926* (-1.748)	-27.411* (-1.889)	-27.341* (-1.859)
Industry Effects	YES	YES	YES	YES
Year Effects	YES	YES	YES	YES
Observations	380	380	356	356
R2	0.31	0.31	0.30	0.30
Test GReform		0.218		-0.132
Chi2		0.00		0.00

Variables and measurements displayed in Appendix I

The Test GReform is de test of significance for the sum of coefficients: $TSR + GReform + GReform*TSR = 0$

*** statistical denotes significance at 1% level. ** denotes statistical significance at 5% level. * denotes statistical significance at 10% level.

Table 4.18. Combined influence of the GReform and institutional directors over the CEO pay-TSR link. Ratio of CEO's variable compensation as dependent variable.

VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
TSR	-4.792 (-0.924)	-4.794 (-0.923)	-4.800 (-0.930)	-4.818 (-0.657)	-5.106 (-1.108)	-4.515 (-0.568)
GReform	-2.033 (-0.626)	-2.082 (-0.666)	-2.025 (-0.630)	1.674 (0.467)	-0.247 (-0.079)	0.066 (0.018)
GReform*TSR	7.054 (1.224)	7.054 (1.224)	7.065 (1.231)	7.466 (0.915)	7.266 (1.369)	7.172 (0.836)
Inst_Dir	0.235 (0.025)			17.375 (1.239)		
Pres_Sen_Dir		-2.763 (-0.119)			46.684 (1.159)	
Pres_Res_Dir			0.778 (0.066)			12.199 (0.762)
TSR*Inst_Dir				0.373 (0.023)		
GReform*Inst_Dir				-23.193 (-1.562)		
GReform*TSR*Inst_Dir				-4.513 (-0.197)		
TSR*Pres_Sen_Dir					49.995 (0.143)	
GReform*Pres_Sen_Dir					-67.681 (-1.548)	
GReform*TSR*Pres_Sen_Dir					-46.600 (-0.140)	
TSR*Pres_Res_Dir						-1.220 (-0.068)
GReform*Pres_Res_Dir						-15.795 (-1.047)
GReform*TSR*Pres_Res_Dir						-2.803 (-0.124)
CEO_dual	-0.519 (-0.111)	-0.513 (-0.109)	-0.529 (-0.113)	-0.531 (-0.118)	0.236 (0.052)	-0.664 (-0.145)
Size	13.510*** (6.277)	13.506*** (6.250)	13.507*** (6.286)	13.620*** (6.573)	13.593*** (6.206)	13.563*** (6.518)
Leverage	-29.613*** (-3.636)	29.612*** (-3.568)	29.599*** (-3.649)	28.649*** (-3.558)	29.279*** (-3.448)	28.979*** (-3.633)
Constant	-22.943* (-1.685)	-22.791* (-1.737)	-23.007* (-1.682)	-27.460** (-2.063)	-25.743* (-1.927)	-25.462* (-1.900)
Industry Effects	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Year Effects	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Observations	380	380	380	380	380	380
R2	0.31	0.31	0.31	0.31	0.31	0.31
Test GReform	0.229	0.178	0.240	4.322	1.913	2.723
Chi2	0.00	0.00	0.00	0.89	0.27	0.34

Variables and measurements displayed in Appendix I

Test GReform is the test of significance for the sum of coefficients: $TSR + GReform + GReform*TSR = 0$

*** statistical denotes significance at 1% level. ** denotes statistical significance at 5% level. * denotes statistical significance at 10% level.

Table 4.19. Combined influence of the GReform and institutional directors over the executive's pay-TSR link. Ratio of executive's variable compensation as dependent variable.

VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
TSR	-1.533 (-0.309)	-1.512 (-0.305)	-1.511 (-0.305)	2.044 (0.265)	-0.941 (-0.213)	1.672 (0.206)
GReform	0.498 (0.170)	0.693 (0.257)	0.456 (0.157)	3.729 (1.134)	1.622 (0.607)	2.685 (0.831)
GReform*TSR	0.874 (0.146)	0.922 (0.154)	0.846 (0.141)	-3.010 (-0.346)	-0.485 (-0.087)	-2.170 (-0.245)
Inst_Dir	-0.439 (-0.045)			14.921 (1.069)		
Pres_Sen_Dir		11.096 (0.707)			31.733 (0.863)	
Pres_Res_Dir			-2.770 (-0.221)			10.072 (0.645)
TSR*Inst_Dir				-17.412 (-0.982)		
GReform*Inst_Dir				-21.064 (-1.267)		
GReform*TSR*Inst_Dir				19.257 (0.740)		
TSR*Pres_Sen_Dir					-43.491 (-0.128)	
GReform*Pres_Sen_Dir					-40.551 (-0.957)	
GReform*TSR*Pres_Sen_Dir					150.525 (0.447)	
TSR*Pres_Res_Dir						-16.165 (-0.857)
GReform*Pres_Res_Dir						-17.351 (-1.019)
GReform*TSR*Pres_Res_Dir						14.501 (0.586)
CEO_dual	-2.617 (-0.692)	-2.523 (-0.680)	-2.612 (-0.691)	-2.362 (-0.685)	-1.662 (-0.515)	-2.658 (-0.723)
Size	12.997*** (5.618)	12.976*** (5.559)	13.009*** (5.646)	12.901*** (5.790)	13.078*** (5.549)	12.932*** (5.797)
Leverage	-11.512* (-1.679)	-11.470* (-1.713)	-11.670* (-1.701)	-11.200 (-1.643)	-10.603* (-1.654)	-11.609* (-1.667)
Constant	-27.247* (-1.812)	-27.574* (-1.869)	-26.853* (-1.787)	-29.749** (-2.021)	-30.397** (-2.049)	-28.217* (-1.915)
Industry Effects	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Year Effects	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Observations	356	356	356	356	356	356
R2	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30
Test GReform	-0.545	-0.483	-0.556	-0.801	-1.303	-0.356
Chi2	0.00	0.00	0.00	0.26	0.00	0.17

Variables and measurements displayed in Appendix I

Test GReform is the test of significance for the sum of coefficients: $TSR + GReform + GReform*TSR = 0$

*** statistical denotes significance at 1% level. ** denotes statistical significance at 5% level. * denotes statistical significance at 10% level.

4.6.CONCLUSIONS, DISCUSSION OF THE RESULTS AND LIMITATIONS OF THE STUDY

The main goal of this study is to assess the influence of the GReform that took place in Spain in 2015. Prior evidence on the effectiveness of governance reforms show mixed results. Our results confirm that after the GReform the variable component of the managerial compensation increased, after controlling by the firm's size and leverage. However, the impact differs according to the subject: i) the CEO's variable component increased and so did the total rewarding, hence the relative variable compensation did not experience a significant growth in statistical terms; ii) the remaining executive members' variable rewardings did not experience a significant growth in absolute terms though their ratio over the total compensation did increase, so the evolution is consistent with a fixed salary progressively been replaced by the variable rewarding.

Hence, the GReform triggered an additional firm's expenditure in the case of the CEO's compensation that did not occur with the remaining executive members. This CEO's rent extraction might be well explained by the managerial power postulates, developed by Bebchuk and Fried (2003, 2004) and corroborated by Van Essen et al. (2015) in the USA, that state that the arm's length conditions are often violated because CEOs may frequently exert a great influence over the board-level decision-making processes due to specific structural and social-psychological mechanisms that become substantially strong in small groups like the remuneration committee and the board of directors. In the same vein, our results suggest that the remaining executive board members have less bargaining power and, in consequence, the enforcement of the CG recommendations turned out in a significant adjustment of the rewarding scheme.

The influence of proprietary directors has been the focus of scholar's research, particularly in Spain where the presence of proprietary directors represented 40% of the total members of the board while in the United Kingdom it was 2% (Heidrik and Struggles, 2012). According to the CNMV, in Spain this percentage remained stable until 2019, when the percentage of proprietary directors still surrounds 40%.

The presence in Spain of institutional investors has increased in the last two decades: According to López-Iturriaga et al. (2014), during the period 2004-2010 the proportion of institutional directors represented 20.7% of the total. Among them, pressure-resistant investors represent to 13.7% while the presence of pressure-sensitive directors was 7%.

However, our analyses over the institutional, pressure-sensitive and pressure-resistant directors offer inconsistent results and lack robustness. Therefore, we failed to support the influence exerted by the institutional and, specifically, pressure-resistant directors over the managerial rewarding policies. A plausible explanation for these findings might rely on the decreasing presence of institutional investors and, in particular, the pressure-resistant board members. Our data shows that the presence of members appointed by investment and mutual funds decreased from 150 in 2013 to 145 directors in 2018.

Among the limitations of this study, we reckon those related with the statistical methodology. The association between the partitioning variable, GReform and the variable rewarding component might be influenced by omitted, unexplored, variables. The endogeneity issues may raise additional concerns: The impact of the GReform does not raise endogeneity problems, however the lagged managerial compensation may influence the board structure. The period of analysis, constrained by data availability prior to the GReform, prevented us from the application of a GMM model. However, in our view, since the GReform does not raise endogeneity doubts nor does the board structure influence on the GReform implementation.

Nevertheless, we are aware that a longer period of analysis could have provided alternate and more robust results.

In our view, further research should analyse the social aspects of the rewarding schemes, because nowadays the objectives of RSC are becoming more relevant. Also gender issues might offer additional research opportunities.

Appendix I. Model variables specification and expected sign

<i>Model variables</i>			
Variable	Label	Definition	Expected sign
<i>Dependent variables</i>			
CEO variable pay	CEOVar%	Ratio of variable to total compensation. Variable compensation consists of the sum of payments in cash and shares	
Executive variable pay	ExeVar%	Ratio of variable to total compensation. Variable compensation consists of the average sum of cash and shares linked to objectives and perceived by the board members with executive functions.	
<i>Independent variables</i>			
ROE	ROE	Return on Equity (Net income divided by total equity)	+
GReform	GReform	It takes the value 1 in the post-GReform period and 0 otherwise	
Institutional directors	Inst_dir	Percentage of directors that represent big stockholder firms	+
Pressure sensitive directors	Pres_Sen_Dir	Percentage of directors that represent banks and insurance companies.	-
Pres.resistant directors	Pres_Res_Dir	Percentage of directors that represent investment, mutual or pension funds.	+
<i>Control variables</i>			
C.E.O. duality	CEO_dual	It takes value 1 if the C.E.O. and Chairman of the Board are the same person and 0 otherwise	-
Size	Size	Natural Logarithm of company's sales.	+
Leverage	Leverage	Total debt (current and long term) /total assets	-
Industry			n.a.

CAPÍTULO 5

RESPONSABILIDAD SOCIAL CORPORATIVA Y RETRIBUCIÓN DE LOS CONSEJEROS EJECUTIVOS: EVIDENCIA SOBRE LAS EMPRESAS COTIZADAS ESPAÑOLAS

Aunque existe amplia y variada literatura sobre la retribución de los consjeros ejecutivos y, más recientemente, sobre diversos aspectos de Responsabilidad Social Corporativa (RSC), la vinculación de ambos está poco documentada empíricamente.

En este capítulo se presentan los resultados de un trabajo empírico realizado sobre empresas cotizadas españolas durante el periodo 2013-2018 y que pretende arrojar luz sobre si la retribución de los consejeros ejecutivos está vinculada a los objetivos de RSC establecidos por la empresa.

5.1 INTRODUCTION

This study aims to explore whether and how CSR goals and managerial compensation schemes are connected. In the last decades, the executive compensation has raised great attention from the academia, public, media and institutions. The critics were rocketed during the 2008' financial crisis because it seemed that, in some cases, the executives had been excessively rewarded in spite of the firms facing severe financial distress (De Andrés, Reig & Vallelado, 2019; Merino, Manzanque-Lizano & Sanchez-Araque, 2020). Moreover, stockholders were also dissatisfied with the managerial compensation policies, because 90% of institutional investors believed that corporate executives were overpaid (Brandes, Goranova & Hall, 2008). From the social perspective, the evolution of the managerial emoluments has also been criticized: In the 350 world biggest companies, the gap between the CEO pay and the average worker has widened from 20:1 in 1965 to 278:1 in 2018 (Mishel & Wolfe, 2019).

In response to the public debate, the regulatory bodies have released a bundle of documents on good governance: According to Cuomo, Mallin & Zattoni (2016), since 1992 more than 354 Governance Codes had been released, being the Code publications peak in 2009 and 2010, after the global financial crisis. Those Corporate Governance (CG) codes include recommendations on the executive compensation's schemes (such as OECD Principles of Corporate Governance, 2015; Recommendation 2009/385/CE). These measures are primarily rooted in the agency theory (Jensen & Meckling, 1976). Within this framework, one of the instruments to mitigate the agency costs is through designing a manager's optimal contract (Jensen & Murphy, 1990) that requires the executive's compensation scheme to be tied to the firm's short and long term

performance in order to closely align the agent (managers) and the principal (shareholders) interests.

At the same time, undoubtedly, there is an increasing awareness of the relevance of Corporate Social Responsibility (CSR) issues at international level: good examples of the regulatory efforts around the world are the Duty of Vigilance Law in France (2017); the UK 2006 Companies Act, the China's Company Act (2006) or the India's Company Act (2013).

Hence, following this trend and social pressure, many companies have included CSR elements in the executive compensation scheme: 43% of the Fortune 500 firms include CSR as part of the managerial compensation, according to the joint report by the Investor Responsibility Research Center and the Sustainable Investments Institute (2013).

Nevertheless, the reasons why and how firms develop and implement CSR policies are difficult to investigate due to the limited access to the firm's strategic internal information and, therefore, most of the CSR research is based on the firm's disclosures in financial and non-financial statements. The link between CSR investments and managerial compensation does not constitute an exception. The extant literature that explores the relationship between CEO compensation and firm performance is prolific, i.e. the meta-analysis by Tosi et al. (2000) and Blanes et al. (2020) is nourished by 104 publications that explore the pay-performance association. However, there is still scarce empirical evidence about the association between managerial compensation and CSR performance and the conclusions, mostly based on archival data are inconclusive. Thus, it remains an empirical issue that deserves further attention.

Our study aims to cover this gap and explores the link between CEO/Executive compensation and CSR. The extant published investigations on a single country are disproportionately concentrated in the UK and the USA (Elsilä, Kallunki, Nilsson & Sahlström, 2013) and good

examples are: McGuire et al. (2003); Cai et al. (2011); Karim et al. (2018); Jian and Lee (2015) or; Ikram et al. (2020). However, those findings can hardly apply to alternate settings: In the Anglo-Saxon countries, under the common-law legal system, investors are strongly protected, the stock markets are well developed, and public companies are owned by a large number of shareholders (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer & Vishny, 1998). In those countries, such as the US, the UK, Canada or Australia, the traditional manager-shareholder agency conflict arises and monitoring managers is the main role of the board of directors. However, in non-anglosaxon countries, investors have lower institutional protection (Leuz, Nanda & Wysocki, 2003), stock markets are less developed than those of the Anglo-Saxon countries (Millar, Eldomiaty, Choi & Hilton, 2005) and firm ownership is highly concentrated (Claessens, Djankov & Lang, 2000). In this scenario, the conflict of interest between majority and minority shareholders is the most prevalent agency problem (also known as the principal-principal agency cost) and the majority shareholders either participate in the company's management or they invest time and resources in supervising the managers, since they are facing high investment risks (Claessens & Yurtoglu, 2013).

To shed some light over governance mechanisms developed in environments other than the anglo-saxon ones, this investigation provides insights from companies settled in Spain, a common law country (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer & Vishny, 1998) that represents an interesting setting to investigate for several reasons: i) the ownership structure of listed Spanish companies, contrary to their anglo-saxon counterparts, is highly concentrated in hands of institutional investors such as banks, insurance companies or investing funds, with a high proportion of directors representing institutional investors (Pucheta - Martínez & García - Meca, 2014) that they have proved to influence the design of the managerial compensation structure (López-Iturriaga, García-Meca & Tejerina-Gaite, 2015); ii) the issuance of hard

(Sustainability Act, 2011; Companies Act, 2015; Non-financial information Act 11/2018) and soft (New Code of Good Governance, 2015) laws have promoted not only new managerial compensation schemes, but also requires non-financial and CSR information disclosures and, therefore, there are novel sources of information that could help to further understand whether and how the design of the managerial compensation and CSR disclosures are connected.

This study explores the association between CSR disclosures and managerial compensation schemes. We build on the CSR definition by Jo & Harjoto (2011) that includes three dimensions of CSR, that is, environmental, social and governance (ESG) aspects that, at the same time, are used to assess CSR performance. Following Jian and Lee (2015) and Karim, Lee and Shu (2018), we explore the association between managerial compensation and different levels of CSR. Finally, we aim to expand the contribution by Lopez-Iturriaga et al. (2015) which revealed how the institutional board members do influence the managerial compensation scheme in Spain by considering the influence of CSR investments in the design of the compensation structures.

To achieve that goal, from a multitheoretical perspective, we analyse the link between CEO/Executive compensation and CSR in a sample of Spanish listed companies that disclose both, managerial compensation and CSR data. The period of analysis starts in 2013 (the first year in which compensation data was available in Spain, as required by the Companies Act, 2014) until 2018. Following the previous pay-performance literature (Core, Holthausen, & Larcker, 1999; Bebchuk & Fried, 2003; Van Essen, Otten, & Carberry, 2015) we control for corporate governance variables and company characteristics.

The study reveals that CEO and Executive (total and variable) compensations are positively associated with CSR performance. This relationship is positive only for the groups of firms

with lower CSR investments because the we failed to prove any significant association between our variable of interest and upper (abnormal) CSR levels. Regarding managerial compensation structure, CSR is positively associated with equity-based compensation and negatively linked to cash-based compensation.

This investigation should be extended by contributions carried out in other countries with different governance characteristics, as those spotted by Claessens et al. (2000) or Kim, Kitsabunnarat-Chatjuthamard & Nofsinger (2007), so we could have deeper knowledge of the effective design of managerial compensation in alternate settings.

The paper shows the following structure: section 2 reviews the prior evidence and place the hypotheses on the theoretical framework; section 3 sets the sample of the study and the methodology applied; section 4 explains the results obtained from the analyses performed in order to answer the hypotheses; finally, section 5 concludes the study.

5.2.THEORETICAL BACKGROUND AND HYPOTHESIS DEVELOPMENT

The design of the managerial compensation scheme has largely been the focus of the academics and regulators debate. Several theories attempt to formulate the optimal compensation contract (from a normative point of view) and/or explain the research findings (from a positive research perspective). Following, we disclose the main arguments posited by the scholars and the main empirical results.

Two theories lie behind the two main drivers of CEO pay, i.e. firm performance and firm size. Under the market-based agency theory (Jensen & Meckling, 1976) the manager (agent) pursues

to maximize his/her own benefit despite the shareholder's (principal) interest. In seeking their own interest, managers do not always adopt decisions that increase the firm's value. Among the solutions to mitigate this agency conflict, agency theorists postulate that the design of the managerial compensation is an effective tool (Murphy, 2002). Moreover, the optimal contracting of the agency framework predicts that the pay-performance rewarding scheme provides the best alignment between the CEO and the shareholder's interests (Murphy & Zbojnik, 2004).

In the European Union, regulatory bodies and standard setters (e.g. FRC, 2010; EU Directive 2013/36/EC), have followed the agency premises and promote to strengthen the link between the CEO compensation and the firm's short/long performance. Moreover, they aim to constrain the discretion in CEO pay and to implement equity-based components in the compensation policies. They also promote: i) empowering shareholders to monitor the compensation policy's compliance (say-on-pay clause) and, ii) the remuneration committee consisting exclusively of non-executive or supervisory directors.

However, the empirical evidence has consistently proved the predominance of the pay-size correlation over alternative performance variables (see the meta-results by Tosi et al., 2000 or Blanes et al. 2020).

Why is firm's size the main driver of managerial compensation when the firm's performance best aligns the interests of managers and shareholders, as the ongoing good governance recommendations state? Among the attempts to explain the empirical findings, the managerial power theory (Bebchuk & Fried, 2003) posits that, when managers are powerful, the managerial compensation constitutes the problem rather than the solution to the agency cost: When the managers are powerful, they exert their influence on the remuneration committee and on the

board, so the design of the compensation scheme maximizes their self-interests. Therefore, they will try to increase the relative weight of the firm's size and decrease the relative weight of the firm's performance in the total compensation scheme. The reason is that they have more control through new investments or acquisitions (in spite of any damage in profits) and that bigger companies may also lead to more power and prestige (Bebchuk & Fried, 2003; 2004; Banghøj, Gabrielsen, Petersen & Plenborg, 2010).

In addition, the global increasing awareness about CSR issues has triggered new regulations (Directive 2014/95/UE; Law 11/2018 for non-financial information; Law 9/2020 that modifies the Law 2005 about carbon emissions) and external pressures for the firms to address environmental, gender or sustainable targets, among others. However, the stakeholders' concerns about CSR and the effort of firms to reach these external expectations could be a double edge sword as long as these CSR strategies are done with the objective of pretending a good image instead of focusing this CSR investment toward the global benefit, that is, stakeholders' profits (Cheng, Ioannou, Serafeim, 2014; Forcadell & Aracil, 2017).

Following, we disclose how the mainstream theories integrate CSR investments and the managerial compensation and formulate the research hypotheses.

5.2.1. Direct association between CSR performance and CEO/executive compensation

Among the well-established theories on the CSR field, the stakeholder theory (Freeman, 1984) states that the management of modern firms must be oriented to satisfy not only the shareholders but also all stakeholders' interests (Freeman & Velamuri, 2006) and, to achieve this goal, firms develop a network of contracts between shareholders and stakeholders (employees, public administrations, suppliers, society, among others). Under this framework, managers focus on

exercising responsible contracts in every domain of the social responsibility of the firm in order to be more transparent and bring the stakeholder perception closer (Wood, 1991; Jo & Harjoto, 2011) . In this context, CSR investments will be associated with higher attraction of qualified employees (Freeman & Velamuri, 2006), easier access to high quality products and suppliers (Wood, 1991); and customers' fidelity (Sen & Bhattacharya, 2001). If higher CSR investments satisfy the interest of other stakeholders, in return they would be more likely to support the firm's operation which will increase shareholder's value and, ultimately, the managerial compensation.

The meta-results provided by Allouche & Laroche (2005) demonstrate that CSR investments had a positive impact on the corporate financial performance being this link stronger in the UK context. Regarding the sign of the association between the CSR investments and managerial compensation, as Jian & Lee (2015) posit, higher CSR investments will trigger a positive impact on the firm value, increasing managerial compensation as a result of the financial performance growth.

However, the positive impact of CSR investments on the firm's financial performance (and, eventually, on the managerial compensation) predicted by the stakeholder theory has not always been corroborated by the archival research. Empirical evidence on the indirect impact of CSR investments on the managerial compensation is not conclusive because some important gaps in the value transmission chain have been identified. Several alternate theoretical frameworks predict and/or explain the final indirect negative association between the firm's CSR policies and the managerial compensation.

For instance, according to the agency premises, the outcome of the managerial decisions related to CSR is not clear: If the manager considers that CSR is part of the expenses rather than the

investments and, therefore, it reduces the company's profits, the manager will try to minimize CSR since it lessens both the shareholders return and the CEOs/Executives compensation (Cronqvist, Heyman, Nilsson, Svaleryd & Vlachos, 2009; Pagano & Volpin, 2005). Do entrenched managers pay their workers more?. This is also consistent with the argument of a higher transparency and investment in CSR when the firm's financial situation is healthy, and lower efforts when it is in crisis (Rashid, Shams, Bose & Khan, 2020).

In all, the indirect relationship between CEO and executive compensation and CSR through the firm's value is not clear and the literature offers miscellaneous results.

Alternative research attempts have explored the direct link between CSR and managerial compensation. The conflict-resolution hypothesis predicts that firms socially responsible prefer to pay a low CEO compensation to reduce potential conflicts of interests among stakeholders (Cai, Jo & Pan, 2011; Jo & Harjoto, 2011). In this vein, Potts (2006) argued that firms with high CSR performance may decrease their CEO compensation because a high salary is not what is expected of a socially responsible company. According to these postulates, Cai, Jo & Pan (2011) concluded that a greater reduction of the CEO compensation is preferable in socially responsible companies.

Some archival investigations support this negative association: Jian and Lee (2015) by using a sample with 1,680 firms for the 1992-2011 period found that CEO compensation was negatively associated with CSR investments. Cai et al. (2011) showed that an interquartile increase in Corporate Social investment resulted in a 4.35% decrease of CEO Total Compensation. Russo and Harrison (65) found an inverse relationship between CEO compensation and environmental reputation, using a sample of 186 US firms.

However, if the company is trying to imitate other socially responsible firms, according to the institutional isomorphism developed by DiMaggio and Powell (1983) and corroborated by, among others, Mizruchi and Fein (1999) or Fernando and Lawrence (2014), it will try to hire managers with high reputation in this field. Hence, the managerial compensation might increase with CSR parameters. This relationship was corroborated by Milbourn (2003) because he found a positive relation between CEO stock based compensation and CSR reputation. McGuire, Dow & Argheyd (2003) revealed that both CEO salary and long-term compensation was positively related to CSR performance. Berrone and Gomez-Mejía (2009) showed that in contaminating sectors, firms that improved their environmental performance increased CEO compensation. Karim, Lee and Suh (2018) found that the social performance of companies enhanced the quality of the managerial packages because the equity-based compensation increased, and the cash-based retribution decreased.

Therefore, the direct association between the firm's CSR investments and the managerial and executive compensation still remains an empirical issue. Thus, considering alternate theories and contradictory empirical findings, we test the research hypothesis that adopts the following terms:

H1: CSR performance is negatively or positively associated with CEO/Executive compensation.

5.2.2. Direct association between CSR performance and CEO/executive compensation

To further explore the relationship between CSR and managerial compensation, following Jian and Lee (2015) we analyse whether managerial compensation exhibits different relationships with CSR according to the levels of CSR investments.

The vast majority of investors consider as part of their investment strategies the CSR information, especially when CSR affects companies' performance and enhance the transparency and the integral reporting systems (Cheng, Ioannou & Serafeim, 2014; Ernest & Young, 2017). Therefore, managers and firms are incentivized to invest in CSR.

Nevertheless, under the mimetic isomorphism described by DiMaggio and Powell (1983), managers would invest on CSR trying to imitate other firms in the same industry or well-reputed managers. In this vein, Surroca and Tribó (2008) show that, often, managers' CSR investment is focused on increasing the ceremonial protocols that enhances their networks and social prestige, because CSR investment faces larger effects than other mechanisms (Cheng, Ioannou & Serafeim, 2014; Forcadell & Aracil, 2017). Moreover, Barnea and Rubin (2010) argue that, in pursuing their own reputation enhancement, CEOs tend to overinvest in CSR, among other reasons because they perceive the pressure from the stakeholders and institutions (Javeed & Lefen, 2019). Therefore, there is a casual negative relationship between CSR and firm's value and, eventually, on the managerial compensation.

In this vein, Jian and Lee (2015) demonstrate that, for firms with good governance mechanisms, CEO compensation is positively (negatively) associated with normal (abnormal) CSR investments. Therefore, CEOs receive lower compensation for excessive CSR investments.

According to the isomorphist behavior postulated by the institutional theory and prior empirical results, we conjecture that higher CSR investments (i.e. overinvestments in CSR) are associated

to lower managerial compensations. Hence, to test this prediction we formulate the following hypotheses:

H2a: Lower CSR performance is negatively associated with CEO/Executive compensation.

H2b: Higher CSR performance is negatively associated with CEO/Executive compensation.

5.2.3. Direct association between CSR performance and the CEO/executive compensation components

The compensation packages exhibit a wide variety (Peng, 2020), though, traditionally it includes compensation in the form of cash (e.g., salary and bonus) and components that include long-term contingent payments (e.g., stock options and other long-term incentive plans). Meanwhile managers prefer cash-payments because they are associated to short-term targets and consists of a high fix component (salary); the Governance Codes, under the agency premises, promote long-term considerations (that may include the pay back, such as the clawback clause), because long-term compensation aligns the interest of executives and shareholders.

Following this reasoning, if CSR investments are expected to increase firm's value, then, the proportion of shares and long-term based managerial compensation should be high. On the contrary, if the CSR investments are just a symbolic makeup that do not really intend to improve the firm's social performance and managers, instead, are seeking their own (short term) benefits (i.e. through higher social reputation), those expenses might ultimately (in the long term) negatively impact on the firm's value. Then, the managers would prefer a higher proportion of the short-term based compensation (salary and other cash-based components) than the long-

term based compensation. Empirical evidence has corroborated this premise (Karim, Lee & Suh, 2018; Dai, Rau, Stouraitis & Tan, 2020). However, the contrary reasoning also applies, because Peng (2020) reveals that if the manager is convinced of the long-term benefits that CSR investments will trigger, as a prospector strategy, he/she more likely will accept long-compensation components in the managerial package in spite of the proportion of short-term based compensation proportion (Deckop, Merriman & Gupta, 2006) .

In addition, some researches revealed that the positive link is displayed for both components, salary and long-term compensation (McGuire, Dow & Argheyd, 2003), and stricter settings that contribute to investors protection and law compliance also trigger a higher effect of manager pay slice on CSR efforts (Jouber, 2019).

In all, prior research offers miscellaneous results about the association and causality between managerial compensation components and CSR investment (Russo & Fouts, 1997) . Therefore, following prior contradictory evidence, we will test the following hypotheses:

H3a: CSR performance is positively or negatively associated with the proportion of CEOs' cash-based compensation; and

H3b: CSR performance is positively or negatively associated with the proportion of CEOs' equity-based compensation.

5.3.SAMPLE OF THE STUDY AND METHODOLOGY

5.3.1. Sample

The initial sample (displayed in Table 5.1) consists of 167 companies (1,002 firm-year observation) listed in the Madrid Stock Exchange at any moment during the period of study (2013-2018). However, the final sample is lower due to the following reasons: i) 55 companies (330 firm-year observations) do not have a CEO inside the Board of Directors and, therefore, we lack information regarding the CEO compensation scheme; ii) some companies are unlisted during the period of study (372 and 97 firm-year observations for CEO and Executive sample, respectively); and iii) the Eikon database (source of this study) does not include the CSR information about some firms (334 and 330 firm-year observations for CEO and Executive sample, respectively). Hence, the final sample consists of 296 firm-year observations for the Executive compensation sample and 246 firm-year observations for the CEO compensation sample, similar to samples used in prior research (Chan, Watson & Woodliff, 2014; Garcia-Torea, Fernandez-Feijoo & de la Cuesta-González, 2017). For the statistical purposes, both panel data are strongly balanced.

Table 5.1. Sample selection

	Executive compensation sample	CEO compensation sample
Initial sample	1,002	1,002
Undisclosed information on compensation because CEO is not part of the board		330
Unlisted during the period of study	372	97
Sample (firm-year observations)	630	576
CSR information non-reported in EIKON Database	334	330
Final Sample	296	246

The industry classification of the sample according to CNAE criteria is displayed in Table 5.2. It is observable that the most representative industries in our sample are: Manufacturing, Business Services and Communication, which contains 20, 11 and 7 companies respectively. They are followed by the rest of industries whose percentage for everyone is under 10%.

Table 5.2. Sample classification according to industry criteria

CNAE ID	Industry	Firms	%
1	Business Services	11	16.92
2	Communications	7	10.77
3	Construction	5	7.69
4	Manufacturing	20	30.77
5	Mining & Extraction	2	3.08
6	Real State Services	6	9.23
7	Education & Health	2	3.08
8	Travel, Leisure & Tourism	5	7.69
9	Utilities	5	7.69
10	Wholesale & Retail	2	3.08
Total		65	

5.3.2. Model specification

In order to test the formulated hypotheses, we use panel data (following Green, 2012) because the results of the models are generally more robust since they consider full information from all observations across cases and over time in the same dataset. In addition, all our regressions are robust to overcome some limits of the parametric and non-parametric regressions and improve the consistency of our estimators. We build on the models proposed by Cai et al. (2011) and Jian and Lee (2015) and estimate the following regressions of CEO/Executive compensation on CSR scores:

$\text{CEO/Executive_compensation}_{i,t} = \beta_1 \text{ESGCScore}_{it} + \beta_2 \text{ROE}_{i,t} + \beta_3 \text{Sales}_{i,t} + \beta_4 \text{Leverage}_{i,t} + \beta_5 \text{BoardSize}_{i,t} + \beta_6 \text{BoardAct}_{i,t} + \beta_7 \text{BoardIndep}_{i,t} + \beta_8 \text{OwnerCon}_{i,t} + \beta_9 \text{BoardOwn}_{i,t} + \beta_{10} \text{Ceodual}_{i,t} + \text{industry}_{i,t} + \text{year} + \varepsilon_{i,t}$	(model I)
---	-----------

where the dependent variable is either CEO or executive compensation. For the purpose of our study we will analyse the variable, total, cash-based and equity-based components of the compensation (as in Karim, Lee & Suh, 2018 or López-Iturriaga, García-Meca & Tejerina-Gaite, 2015). The definition and measurements of the variables is provided in Appendix I.

Variable of interest

To measure CSR performance we use a multidimensional index, i.e. the Thomson Reuters Eikon ESG (Environmental, Social and Governance) scores for each individual firm, as in Pucheta-Martinez and Gallego-Alvarez (2021). ESG score (description provided in Table 5.3) is an index specifically designed to measure the performance of each firm in 10 different ESG areas (resource use, emissions, product responsibility, human rights, workforce, shareholders' commitment or good governance, among others.) and considering 112 items, according to the company disclosure. This variable ranges between 0 and 1. Accordingly, a firm with 0 points discloses no CSR information, a firm with 0.1–0.5 points makes a moderate disclosure of CSR information, a firm with 0.6–0.9 points makes a relevant disclosure of CSR information, and a firm with 1 point makes a complete disclosure of CSR information.

Table 5.3. Indicators of ESG score

Pillar	Category	Indicators in Scoring	Weights
Environmental	Resource Use	20	11%
	Emissions	22	12%
	Innovation	19	11%
Social	Workforce	29	16%
	Human Rights	8	4.50%
	Community	14	8%
	Product Responsibility	12	7%
Governance	Management	34	19%
	Shareholders	12	7%
	CSR Strategy	8	4.50%
TOTAL		178	100%

Source: Thomson Reuters Eikon Database

In our analysis, we use the overall ESG Combined score (labelled ESGCScore) which is calculated discounting to the ESG score the impact of bad news controversies which materially impact the companies, that is, the calculation is as follows:

$$\text{ESG combined score} = \text{ESG score} - \text{ESG controversies score}$$

Control variables

The model controls for several factors: the CEO and the executive remuneration is highly determined by the firm's size as the meta-results by Tosi et al. (2000) or Blanes et al. (2020) corroborate. Typically, (Buck, Bruce, Main & Udueni, 2003; Buck, Liu & Skovoroda, 2008; Croci, Gonenc, & Ozkan, 2012; among others) this construct is operationalized through the *Sales* variable. In order to reduce its variability, it adopts the natural logarithm form.

In operationalizing the construct Performance, following Bertrand and Mullaintathan (2001) we employ the profitability ratio *Return on Equity (ROE)*, widely used in prior literature (Zhou, 1999; Randøy, & Nielsen, 2002; Elston & Goldberg, 2003) that shows the manager's ability to turn shareholder investments into profits.

High firm's *Leverage* is expected to control and influence managerial compensation, because financial borrowers act as external or internal monitoring agents (Jensen, 1986), in order to reduce the risk exposition of the financial entity. The ratio is measured through total debt/total assets, where total debt includes both the current and long-term liabilities, as in Basu et al. (2007) and Chung et al. (2015).

The model also comprises the following governance variables: Board of Directors' size (*BoardSize*), that is, the total members of the Board of Directors (Chhaochharia & Grinstein, 2009; Larmou & Vafeas, 2010; Ozkan, 2011) the number of board meetings per year, labelled *BoardAct* (Vafeas, 1999; Lin, Yeh & Yang, 2014) ; the number of independent members in the board (*BoardIndep*), following Pucheta-Martinez and Gallego-Alvarez, 2021); the ownership concentration (*OwnerCon*) that measures the presence of blockholders (Cuesta-Gonzalez, 2017) , the dummy variable *CEOdual* (Chung, Judge & Li, 2015), that identifies when the CEO is the same person that chairs the board of directors and Board Ownership (*BoardOwn*) that measures the percentage of shares controlled by the board (Boyd, 1994). Finally, the model controls for industry and year fixed effects.

5.4.EMPIRICAL RESULTS

5.4.1. Descriptive statistics

The descriptive statistics related to the CEO and Executive compensation and the remaining variables of the model for the period spanning 2013 to 2018 are displayed in Table 5.4.

Table 5.4. Descriptive statistics

Panel A. CEO Compensation. 54 companies. Data in thousand euros					
Variable	Obs	Mean	Std.Dev.	Min	Max
Total_Var	246	1,488	1,756	10	12,842
Total_Pay	246	2,642	2,656	164	19,505
P_Equity (%)	246	3.98	13.36	0	96.48
P_Cash (%)	246	96.02	13.36	3.52	100
Panel B. Executive Compensation 65 companies. Data in thousand euros					
Variable	Obs	Mean	Std.Dev.	Min	Max
Total_Var	296	1,477	1,950	5	12,842
Total_Pay	296	2,403	2,351	75	13,205
P_Equity (%)	296	9.81	19.61	0	92.64
P_Cash (%)	296	90.19	24.11	7.37	100
Panel C. Financial variables.					
Variable	Obs	Mean	Std.Dev.	Min	Max
Sales	296	8,480,000	1,280,00	360	57,600,000
Leverage	296	0.66	0.26	0.05	2.11
ROE	296	13.76	40.27	-313.39	173
Panel D. RSC and Governance characteristics variables					
Variable	Obs	Mean	Std.Dev.	Min	Max
ESGCScore	296	59	21	0.63	91.74
BoardOwn	242	12	18	0	66.90
OwnerConc	244	34	22	0	94
BoardSize	243	12.44	3	5	20
BoardIndep	243	76	12	40	100
BoardAct	243	10.65	4	4	42
CEOdual	254	0.69	0.48	0	1

Of note, the sample includes the biggest listed firms, i.e. those included in the IBEX35 index and mid-caps, because they are the ones that disclose the RSC information and are compiled in the ESGCScore.

Data related to CEO compensation is displayed in Table 4 Panel A. On average, the variable pay is 1,488 thousand euros. Regarding the Executive compensation data (Table 4 Panel B), the

mean of variable Pay and Total Pay is 1,477 and 2,403 thousand euros, respectively, that is, they are lower than the CEO counterpart. This is because the CEO has the highest executive management functions while the executive compensation is an average of all executive managers, including those with a lower rank than the CEO. Remarkably, the minimum values of Executive compensation (75,000 euros) correspond to years where companies (i.e. Solaria or DIA) were facing financial distress, while the CEOs at the IBEX35 companies (Inditex, Iberdrola, Telefónica and OHL) received the highest compensations.

Moreover, regarding the compensation structure (P_Equity and P_Cash), the mean of cash-based proportion in compensation is significantly higher than the equity-based compensation, both for CEO (96.01%) and Executive (90.91%). However, there are companies (e.g., Masmovil and Talgo) that mainly pay with shares so they display the highest proportion of equity-based compensation for CEOs and Executives, that is, 96.48% and 92.64%, respectively.

The Sales variable exhibits a wide range and high standard deviation. The lowest ROE values (-313.39) corresponds to companies in the construction sector and to companies in the solar energy industry affected by changes in tax legislation.

Finally, Panel D in Table 4 shows the data related to the RSC index and CG variables. During the period of study, some firms unlisted and did not release the Corporate Governance Annual Report. Hence, the number of CG observations is lower than the compensation and financial ones. The Board, on average, owns (BoardOwn) 12% of the shares and the significant shareholders (denoted by OwnerConc) hold 34% of the equity. The average board size of the sample (12.44 members) lies within the recommended values disclosed in the Principle 10 of Governance Code 2015 (between 5 and 15). The percentage of independent members (BoardInd) is, on average, 76%, above the minimum (50%) recommended value

(Recommendation 17 of the Governance Code 2015). The board holds, on average, 10-11 meetings per year, which also complies with the Recommendation 26 of the Governance Code 2015 that suggests a minimum of 8 meetings per year. The CEO plays a dual role as chairman of the board in 69% of the observations. Regarding our variable of interest, the ESGCScore variable displays a mean value of 59 while Faes Farma exhibits the lowest ESGscore (0.63) and Inditex is the highest ranked firm (91.74).

5.4.2. Correlation analysis

Table 5 displays the results of the Pearson correlation analysis of the variables of the model, both for CEO and Executive sample. In both samples (Panel A and Panel B), Total_Var and Total_Pay and the proportion of equity-based compensation (P_Equity) are positively correlated with Sales. ESGCScore also shows a significant positive correlation with, both, Total_Var and Total_Pay and proportion of equity-based compensation (P_equity), but negative in the case of cash-based compensation (P_Cash). In addition, there is a strong negative correlation between several compensation measures (Total_Var, Total_Pay and P_Equity) and OwnerConc. On the contrary, there is a positive and significant correlation between compensation measures (Total_Var, Total_Pay and P_Equity) and CEO Duality, but negative for P_Cash and CEO Duality, when we analyse the sample of CEO compensation (Panel A), and between Total_Pay and CEO Duality in the case of Executive sample (Panel B). Concerning multicollinearity, the post-regressions analyses of the variance inflation factor (VIF), showed that the average VIF of the independent variables is under 10 in both panels from Table 5, suggesting that there are no multicollinearity problems (Hair, Anderson, Tatham & Black, 1995; Wooldridge, 2015).

Table 5.5. Pearson correlation matrix

Panel A. CEO sample	Total_Var	Total_Pay	P_Equity	P_Cash	ESGCScore	Sales	ROE
Total_Var	1.000						
Total_Pay	0.869***	1.000					
P_Equity	0.679***	0.524***	1.000				
P_Cash	-0.679***	-0.524***	-1.000	1.000			
ESGCScore	0.425***	0.361***	0.178***	-0.178***	1.000		
Sales	0.438***	0.532***	0.079*	-0.079*	0.420***	1.000	
ROE	-0.003	-0.051	-0.016	0.016	-0.042	-0.023	1.000
Leverage	0.049	0.132***	0.033	-0.033	0.340***	0.170***	0.105**
BoardOwn	-0.100*	-0.146***	-0.105**	0.105**	0.025	-0.209***	-0.003
OwnerConc	-0.104*	-0.074*	-0.050	0.050	-0.061	-0.061	-0.066
BoardSize	0.211***	0.307***	0.094**	-0.094**	0.195***	0.449***	-0.116***
BoardIndep	0.007	0.064	0.020	-0.020	0.144**	0.048	-0.051
BoardActiv	0.073	0.091**	0.017	-0.017	-0.065	0.022	0.037
CEOdual	0.183***	0.159***	0.111**	-0.111**	0.221***	0.182***	0.057
	Leverage	BoardOwn	OwnerConc	BoardSize	BoardIndep	BoardActiv	CEOdual
Total_Var							
Total_Pay							
P_Equity							
P_Cash							
ESGCScore							
Sales							
ROE							
Leverage	1.000						
BoardOwn	-0.228***	1.000					
OwnerConc	-0.067	-0.546***	1.000				
BoardSize	0.250***	-0.166***	-0.017	1.000			
BoardIndep	0.087**	-0.127***	0.149***	0.208***	1.000		
BoardActiv	0.270***	-0.290***	0.054	0.010	0.344***	1.000	
CEOdual	0.084*	-0.157***	-0.155***	0.070*	-0.050	0.145***	1.000

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Table 5.5 (cont.). Pearson correlation matrix

Panel B. Executive sample	Total_Var	Total_Pay	P_Equity	P_Cash	ESGCScore	Sales	ROE
Total_Var	1.000						
Total_Pay	0.970***	1.000					
P_Equity	0.723***	0.630***	1.000				
P_Cash	-0.608***	-0.542***	-0.831***	1.000			
ESGCScore	0.403***	0.465***	0.204***	-0.159**	1.000		
Sales	0.314***	0.435***	-0.021	-0.007	0.377***	1.000	
ROE	-0.034	-0.015	0.091	-0.090	-0.027	-0.040	1.000
Leverage	-0.030	-0.036	-0.019	0.225***	0.281***	0.083	0.020
BoardOwn	0.189***	0.189***	-0.001	-0.028	-0.037	-0.114*	-0.005
OwnerConc	-0.213***	-0.243***	-0.136**	0.068	0.053	-0.068	-0.177***
BoardSize	-0.029	0.038	-0.101	0.007	0.227***	0.477***	-0.142**
BoardIndep	0.050	0.080	-0.008	0.039	0.126**	-0.032	-0.160**
BoardActiv	-0.043	-0.081	-0.073	0.128*	-0.046	-0.035	-0.357***
CEOdual	0.102	0.156**	-0.039	0.056	0.114*	0.218***	0.022
	Leverage	BoardOwn	OwnerConc	BoardSize	BoardIndep	BoardActiv	CEOdual
Total_Var							
Total_Pay							
P_Equity							
P_Cash							
ESGCScore							
Sales							
ROE							
Leverage	1.000						
BoardOwn	-0.149**	1.000					
OwnerConc	0.027	-0.441***	1.000				
BoardSize	0.156**	-0.106*	0.119*	1.000			
BoardIndep	0.088	-0.003	0.075	0.115*	1.000		
BoardActiv	0.253***	-0.271***	0.148**	-0.034	0.201***	1.000	
CEOdual	0.151**	-0.010	-0.217***	0.133**	-0.117*	0.114*	1.000

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.

MULTIVARIATE ANALYSES

5.4.3. Direct association between CSR and CEO/Executive Compensation

In Table 5.6 we display the results of model I using both CEO and Executive compensation and for both, variable and total measures (H1). As we can observe, ESGScore shows a positive and significant coefficient (0.008) with both, variable CEO and executive compensation, so, for each increment of 1 point in ESGScore, both CEO and Executive average variable remuneration is increased in 0.8%. Therefore, this finding suggests that there is a positive association between the firm's investment in CSR (measured through the ESGScore) and the variable managerial compensation, thus confirming H1. The coefficients related with CEO and executive total compensations are lower (0.005 and 0.004, respectively) than the variable ones. In this case, each increment of 1 point in ESGScore triggers an increase of 0.5% the average CEOs' total compensation, and 0.4% for the average Executives' total remuneration. All coefficients but CEO Total Compensation show 99% of significance.

Regarding the control variables, unsurprisingly, the biggest determinant of the managerial reward is the firm's size measured through Sales. Leverage shows a negative sign in every regression of the baseline model, though it is only significant for the executive variable compensation. When the ownership is more concentrated, the compensation decrease, for both CEO and executive compensation. Finally, an active board is positively associated to CEO Variable (coefficient of 0.015) and Total compensation (0.016).

Notably, we failed to find any significant association between the performance measure (ROE) and the compensation variables, as the governance code incentivises.

Table 5.6. CSR disclosure and CEO/Executive compensation

Variables	CEO Variable Compensation (1)	CEO Total Compensation (2)	Executive Variable Compensation (3)	Executive Total Compensation (4)
ESGCScore	0.008*** (0.003)	0.005* (0.002)	0.008*** (0.003)	0.004*** (0.002)
Sales	0.343*** (0.077)	0.309*** (0.049)	0.272*** (0.079)	0.251*** (0.049)
ROE	0.000 (0.002)	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.002)	-0.000 (0.001)
Leverage	-0.481 (0.297)	-0.286 (0.208)	-0.676** (0.285)	-0.327** (0.155)
BoardOwn	-0.005 (0.004)	-0.002 (0.002)	-0.000 (0.004)	-0.000 (0.003)
OwnerConc	-0.011*** (0.004)	-0.005*** (0.002)	-0.006** (0.003)	-0.003** (0.002)
BoardSize	-0.017 (0.024)	-0.015 (0.018)	-0.001 (0.015)	-0.004 (0.012)
BoardIndep	-0.002 (0.003)	0.003 (0.002)	0.001 (0.003)	0.002 (0.002)
BoardAct	0.015** (0.007)	0.016** (0.006)	0.009 (0.008)	0.009 (0.006)
CEOdual	0.074 (0.104)	0.050 (0.068)	0.004 (0.072)	0.027 (0.045)
Constant	1.072*** (0.407)	1.144*** (0.325)	1.062*** (0.406)	1.457*** (0.263)
Observations	169	174	205	212
R2	0.33	0.43	0.35	0.46
Year effects	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry effects	Yes	Yes	Yes	Yes

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

5.4.4. Direct association between high (low) CSR performance level and CEO/executive compensation

To test H2, we added to Model I a partitional dummy variable (CSR_d) that takes value 1 for those companies whose ESGCScore is above the median (61,90), and value 0 for firms whose ESGCScore is below the median. The results shown in Table 5.7 (columns 1 and 2) display a negative and significant association of CSR investment effort (CSR_d) and the managerial compensation, both in variable and total measures. CEO compensation measures (columns 1 and 2) show a negative association with CSR

investment effort (CSR_d), both for variable and total remuneration, though it only turns significant for the latter. So, those companies included in the low-CSR effort group are more likely to link the CSR investment to the CEO total compensation, displaying a decrease of 7.2% when firms belong to high-CSR group (CSR_d=1). Regarding the executive compensation results displayed in columns 3 and 4, both variable and total compensation exhibit negative and significant coefficients. That is, those firms that belongs to the group of low-CSR effort associate CSR to average variable compensation in a 16.3% more than those firms that belongs to high-CSR effort. In a similar way, average total compensation increases in a 11.2% in the case of firms included in the low-CSR effort group.

Worth noting, regarding the control variables, both Leverage and OwnerConc display the expected negative signs.

Table 5.7. Compensation and CSR levels' results

VARIABLES	CEO Variable Compensation (1)	CEO Total Compensation (2)	Executive Variable Compensation (3)	Executive Total Compensation (4)
ESGCScore	0.009*** (3.128)	0.006** (2.176)	0.012*** (3.541)	0.007*** (4.107)
Sales	0.335*** (4.440)	0.306*** (6.508)	0.266*** (3.390)	0.244*** (5.421)
ROE	0.001 (0.771)	0.000 (0.954)	-0.000 (-0.001)	0.000 (0.570)
Leverage	-0.449 (-1.513)	-0.269 (-1.226)	-0.685** (-2.476)	-0.319** (-2.095)
BoardOwn	-0.004 (-1.023)	-0.001 (-0.394)	-0.000 (-0.106)	-0.000 (-0.067)
OwnerConc	-0.011*** (-3.144)	-0.006*** (-2.622)	-0.006** (-2.109)	-0.003* (-1.957)
BoardSize	-0.016 (-0.721)	-0.013 (-0.753)	0.002 (0.119)	-0.002 (-0.220)
BoardIndep	-0.001 (-0.455)	0.003 (1.450)	0.001 (0.441)	0.002 (1.094)
BoardAct	0.020** (2.331)	0.019*** (2.770)	0.011 (1.216)	0.012** (2.088)
CEOdual	0.066 (0.626)	0.038 (0.547)	-0.000 (-0.003)	0.021 (0.477)
CSR_d	-0.056 (-1.230)	-0.072* (-1.716)	-0.163*** (-2.730)	-0.112*** (-2.866)
Constant	0.989** (2.276)	1.048*** (3.219)	0.943** (2.087)	1.377*** (5.072)
Observations	169	174	205	212
R2	0.32	0.48	0.36	0.47
Year effects	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry effects	Yes	Yes	Yes	Yes

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

5.4.5. Direct association between CSR performance and the CEO/executive compensation components

Following prior tested methodology (e.g. Karim, Lee & Suh, 2018), in order to test H3a and H3b, in Model I we replaced the dependent variable with the two compensation components (in particular, the proportion of Cash and Equity). Table 5.8 displays the results about the association between the ESGCScore in year t and the managerial compensation components. Columns 1 and 3 show that the coefficient of P_Equity is

positive and significant. In this vein, CEO and Executive percentage of equity-based remuneration display an increase of 0.328 and 0.299, respectively, when ESGScore increases 1 point. Columns 2 and 4 demonstrate the cash component (P_Cash) is negative and significantly associated with the ESGScore for, both, CEO and Executive positions. In this case, for each increment of 1 point in ESGScore, the proportion of cash component in the remuneration structure is reduced in 0.328 for CEOs and 0.302 for Executives. These results confirm our expectations from H3a and H3a about the CSR performance has an impact on remuneration structure, incentivizing the equity-based part in detriment of cash-based component.

Table 5.8. CSR performance effect on compensation structure

VARIABLES	CEO	CEO	Executive	Executive
	P_Equity (1)	P_Cash (2)	P_Equity (3)	P_Cash (4)
ESGScore	0.328** (2.079)	-0.328** (-2.079)	0.299** (2.228)	-0.302** (-2.254)
Sales	0.377 (0.127)	-0.377 (-0.127)	-0.844 (-0.264)	0.702 (0.221)
ROE	-0.061 (-0.854)	0.061 (0.854)	0.107* (1.692)	-0.108* (-1.687)
Leverage	12.623 (1.218)	-12.623 (-1.218)	-6.421 (-0.755)	6.722 (0.798)
BoardOwn	0.125 (1.048)	-0.125 (-1.048)	-0.033 (-0.234)	0.027 (0.192)
OwnerConc	0.033 (0.363)	-0.033 (-0.363)	-0.080 (-1.256)	0.081 (1.274)
BoardSize	-0.302 (-0.328)	0.302 (0.328)	0.029 (0.047)	-0.007 (-0.011)
BoardIndep	-0.043 (-0.356)	0.043 (0.356)	0.015 (0.140)	-0.012 (-0.110)
BoardAct	-0.256 (-0.583)	0.256 (0.583)	0.170 (0.403)	-0.183 (-0.435)
CEOdual	-1.707 (-0.394)	1.707 (0.394)	-1.164 (-0.346)	1.178 (0.350)
Constant	109.293*** (6.689)	-9.293 (-0.569)	1.150 (0.107)	99.320*** (9.277)
Observations	174	174	212	212
R2	0.04	0.04	0.07	0.07
Year effects	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry effects	Yes	Yes	Yes	Yes

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

5.4.6. Robustness tests

Heckman two stage least squares approach to RSC

The reverse causality between the firm's performance and CSR investments deserves further considerations. From the agency theory perspective, the board of directors can work as an information system for external stakeholders to monitor insiders behavior. In this context, managerial compensation also provides the mechanism to shape manager's behavior. Therefore, CSR investments might be the consequence of certain managerial compensation schemes that aims to promote firms with social responsibility commitment. Similar causal relations are drawn from the managerial opportunity theory developed by Preston and O'Bannon (1997). According to this framework, when business performance declines, CEOs / Executives may attempt to improve their personal image in order to justify their disappointing results by, among other issues, participating in social programs. As a result, bad business performance (associated with lower managerial compensation) would cause higher CSR investments.

Regarding managerial compensation structure, the inverse causality might also apply: If the compensation structure is appropriate, managers, in order to maximize their own wealth, will be more likely to invest in CSR (Borlea, Achim & Mare, 2017).

To address those endogeneity concerns we carried out the Heckman (1979) approach using 2SLS in order to control the endogeneity. We perform the simultaneous equation systems and the appropriate test of endogeneity, i.e., Durbin (1954) and Wu–Hausman (Wu, 1973; Hausman 1978) tests and they do not show any endogeneity problem. Accordingly, the application of OLS technique seems to be appropriate since it offers more consistent and less biased coefficients. Notably, the results are consistent with those displayed in the prior analyses.

Additional grouping of CSR levels

To corroborate the impact of CSR levels of investment on managerial compensation, we split the two subsamples (High CSR and Low CSR) into two additional subsamples, following the same median criteria. Hence, we run the regression on the 4 subsamples (High CSR, Medium-high CSR, Medium-low CSR, Low CSR) and the untabulated results show the same association thus confirming the conclusions drawn from the baseline regressions.

Lagged RSC variable

Following the methodology applied in Lopez-Iturriaga et al. (2015) we lagged ESGCScore one year, because it is plausible that managerial compensation is referred to prior performance targets. Again, the undisclosed results drive to the conclusions of the main results.

5.5.DISCUSSION OF THE RESULTS

To date, several theories aim to explain the relationship between CSR investments and managerial compensation. Since prior empirical evidence provide contradictory results, whether and how managerial compensation is tied to CSR goals is a research issue that needs to be empirically solved.

We report that CEO and Executive (total and variable) compensations are positively associated with CSR performance (thus confirming H1). This result is supportive of the agency theory premises because it postulates that the design of the managerial compensation scheme is a good tool to better align the interests of shareholders and

managers. Therefore, if the company is really committed to improve their CSR performance, the optimal contract should link the managerial compensation to CSR levels. On the contrary, we failed to corroborate the predictions of the stakeholder theory, that is, the higher the socially responsible the firm is, the lower managerial compensation will offer.

However, the outcomes of additional tests suggest that this relationship is positive only for the groups of firms with lower CSR investments (we confirm H2a) and lacks significance for the set of firms with high (abnormal) CSR level (we failed to prove H2b). Regarding managerial compensation structure, CSR is positively associated with equity-based compensation and negatively linked to cash-based compensation. These results might be better explained by the institutional theory developed by DiMaggio and Powell (1983): The institutional isomorphism might provide a plausible explanation for firms with lower CSR parameters trying to imitate more socially responsible firms and designing managerial compensation schemes according to the CSR goals. Thus, the coefficient displayed by our variable of interest is positive for the lowest socially responsible firms, in the same vein that Mizruchi and Fein (1999) or Fernando and Lawrence (2014).

Regarding the managerial compensation component, the incentive to achieve CSR goals seems to be connected with shares-based compensation, that is commonly considered as a long-term rewarding. Thus, our results are supportive of CSR investments associated to long-term managerial incentives although another plausible explanation is that, when managers believe that CSR investment is an attractive alternative to increase the firm's value in the long term, they are more willing to accept long-term rewarding components such as equity shares. Similar conclusions were reached by Milbourn (2003), who reports a positive relation between CEO stock based compensation and CSR reputation or

McGuire, Dow & Argheyd (2003), that revealed that both CEO salary and long-term compensation was positively related to CSR performance.

Among the control variables, leverage displays a negative association with the managerial compensation, thus confirming the monitoring role of banks as providers of external funds in Spain. The negative sign exhibited by the ownership concentration variable also confirms that institutional investors play a crucial role in shaping the managerial compensation, corroborating Lopez-Iturriaga et al. (2015) results. This incentive is especially relevant because, according to our data, the firm's performance is not a main driver of the managerial compensation (consistent with Forcadell and Aracil, 2017).

5.6.CONCLUSIONS AND LIMITATIONS OF THE STUDY

The aim of this paper is to shed some light on to the association between CSR and managerial performance. Since the publication of the Sustainability Law in 2011, Spain has undertaken several initiatives for the development and business commitment to CSR. Apparently, it seems that they are rather effective, since our data indicates that the mean score of the ESG combined Score (index estimated on firm's CSR disclosures) in Spain is 59,00 above the European average of 51.05 reported by Iamandi, Constantin, Munteanu & Cernat-Gruici (2019).

Our results confirm that the managerial compensation levels, both in terms of variable and total compensation, are positively associated with CSR performance (as in Hong, Li & Minor, 2016), after controlling for financial and corporate governance attributes, such as ownership structure or board characteristics.

We also report that the firms with lower socially responsible levels are the ones that are linking in a significant and positive way CSR goals and managerial compensation. Therefore, in accordance with the agency theory, the companies might design optimal contracts that seek to achieve higher CSR investments.

Additional findings demonstrate that the CSR performance is positively connected with the equity-based compensation and negatively connected with the proportion of cash-based compensation. However, the high proportion of cash-based compensation is far from the desirable goals promoted by the Governance Codes.

Among the limitations of this research, we are aware that the measure of CSR investments through the ESGCScore presents some flaws: in first place, despite being a comprehensive index that includes more than 40 items, there might be relevant issues that are not considered. In second place, the index is based on the CSR practices reported by the firm. However, the CSR reporting has been criticized for its lack of relevance and credibility (Husillos, González & Gil, 2011), therefore, alternate measures of CSR might provide more robust results.

We also reckon, that as in any archival research, conclusions are constrained by the data availability and, therefore, there might be a survivorship bias. In addition, only the biggest companies are supplying the information collected by the ESGCScore and therefore, this study would need to be complemented with data related with smaller companies to fully understand firm's behavior on RSC grounds.

Finally, although we try to build a comprehensive model, some relevant, omitted variables, might also explain the managerial compensation.

Appendix I

Label	Definition	Expected sign
CEO		
Total_Pay	Sum of all variable and non-variable remuneration received in cash, non-cash or shares perceived by the highest-ranked executive member of the board of directors, transformed into nat log values.	
CEO		
Total_Var	Sum of cash and shares linked to performance and perceived by the highest-ranked executive member of the board of directors, transformed into nat log values.	
Executives		
Total_Pay	Average sum of all variable and non-variable remuneration received in cash, non-cash or shares perceived by the board members with executive functions, transformed into nat log values.	
Executives		
Total_Var	Average sum of cash and shares linked to performance and perceived by the board members with executive functions, transformed into nat log values.	
P_Cash	Proportion of cash-based compensation (salary and bonus) to total compensation	
P_Equity	Proportion of equity-based compensation	
BoardSize	Total members of the Board of Directors	+
BoardAct	Number of Board of Directors meetings per year	-
BoardIndep	% of non-executive board members	-
OwnerConc	Stock owned by the largest-block shareholders. Following the CNMV criteria, a significant shareholder exert influence in the shareholders' meetings when the participation rises to, at least, 3% of the share capital.	-
CEOdual	Dichotomic variable that takes the value 1 if the C.E.O. and Chairman of the Board are the same person and 0 otherwise	+
BoardOwn	% of stock controlled by the board	-
Sales	Natural Logarithm of company's sales.	+
ROE	Return on Equity (Net income divided by total equity)	+
Leverage	Total debt (current and long term) /total assets	-
ESGCScore	Index designed to measure the CSR performance on ESG (Environmental, Social and Governance) areas. It is estructured in 178 indicators from more than 400 company level ESG measures.	+

CONCLUSIONES FINALES

La retribución de los ejecutivos ha suscitado gran preocupación en las últimas décadas sobre todo durante la crisis financiera de 2008, porque parecía que, en algunos casos, los directivos habían sido incorrectamente remunerados con incentivos inadecuados, que pudieron llevar a sus empresas a graves dificultades financieras al haber prevalecido objetivos cortoplacistas especulativos (De Andres, Reig & Vallelado, 2018; Merino, Manzanque-Lizano y Sánchez-Araque, 2020)

La cuestión de cómo y cuánto hay que pagar a los directivos de las empresas se ha convertido en una de los debates claves de la economía de mercado. En efecto, unos incorrectos incentivos en los esquemas de retribución de los ejecutivos, pueden tener graves consecuencias, que se multiplican cuando estos incentivos que no añaden valor a las empresas se repiten en varios sectores económicos. De hecho, no fueron pocos los autores afirmaron que el diseño de las retribuciones contribuyó a múltiples quiebras bancarias en 2008, poniendo de manifiesto que no existía ningún tipo de vínculo entre los intereses de los accionistas y los ejecutivos (Bebchuk, Cohen and Spamann, 2010). Como resultado, los accionistas estaban insatisfechos con las políticas de incentivos gerenciales, el 90% de los inversores institucionales pensaban que los ejecutivos estaban sobrepagados (Brandes et al., 2008).

Ante esta situación, los organismos reguladores han tratado de resolver este problema aprobando políticas de gobierno más fuertes con el objetivo de vincular los intereses de accionistas y administradores. Buenos ejemplos son la Ley Dodd-Frank en los EE.UU., el Código de Gobierno del Reino Unido y varias Directivas Europeas 2009/385, 2013/36, 2017/828 (UE).

Esta tesis nació con el objetivo central de analizar el impacto en los esquemas retributivos ejecutivos de las recientes medidas de gobierno corporativo, tanto legislativas como recomendaciones, dividiendo para ello el objetivo principal de esta tesis en 3 sub-objetivos: el primer objetivo consiste en hacer una meta-análisis global para identificar a nivel internacional como han evolucionado los esquemas de remuneración ejecutivos. En segundo lugar, se analiza el posible impacto que pudo tener el Código de Gobierno aprobado en 2015, así como la Reforma de la ley de Capital del 2014 analizando en tercer lugar la vinculación en España entre retribución directiva y objetivos de RSC, de esta forma el primer objetivo abarca la evolución global corporativa mientras que los dos últimos objetivos centrados en las sociedades cotizadas españolas.

Desde principio de siglo, con la quiebra de grandes corporaciones, y acelerado especialmente a consecuencia de la crisis financiera de 2008, ha ido incrementándose la toma de conciencia acerca de la importancia que debe tener la calidad del gobierno corporativo. A nivel internacional, un gran número de países ha procedido al desarrollo normativo y de recomendaciones con el fin de proteger a los grupos de interés de las empresas y muy especialmente a los accionistas. Según Cuomo et al. (2016), desde 1992 se habían publicado más de 354 Códigos de Gobernanza Corporativa, con un pico de publicaciones en 2009 y 2010, después de la crisis financiera mundial. Además, varios organismos transnacionales han creado códigos y recomendaciones para guiar a los estados en el desarrollo de sus propios códigos o normativa, (OECD Principles of Corporate Governance, 2015; OECD Survey of Corporate Governance Frameworks in Asia, 2018; Recomendación UE 2009/385/CE).

EE.UU. y Reino Unido son los dos países con mayor influencia en el ámbito internacional sobre regulación y códigos de buen gobierno, siendo ambos casos de interés, además, porque reflejan formas diferentes de guiar el gobierno corporativo. En el caso de Estados

Unidos predominan las iniciativas de tipo legislativo o “hard law”, buenos ejemplos son las leyes Sarbannes-Oxley (2001) y Dodd-Frank (2010). Por el contrario, el Reino Unido comenzó a liderar en 1992 la implementación de los Códigos de Buen Gobierno, con un enfoque distinto a las aplicaciones legislativas porque las recomendaciones se enmarcan en el principio de “cumplir o explicar”, (soft law).

En la Unión Europea, los orígenes en materia de gobierno corporativo se remontan al británico Informe Cadbury (1992), la Unión Europea ha utilizado medidas con diferente rango de cumplimiento obligatorio, aprobando también libros guía para los distintos estados. Podemos por tanto encontrar directivas que deben ser traspuestas por los Estados para instaurar medidas de obligado cumplimiento, (Directiva 2007/36/EC para la protección de los derechos de los accionistas). No obstante, en muchas ocasiones la UE ha recurrido a otros instrumentos como la Recomendación 2014/208/EC, sobre la calidad de los informes de gobierno corporativo que son guías de recomendaciones que sugieren mejora de los informes corporativos. Otro ejemplo de las otras normas como la “Directiva 2009/385/EC, en lo que atañe al sistema de remuneración de los consejeros de las empresas que cotizadas” que no especifican si las medidas a tomar por los Estados Miembros deben tener carácter obligatorio o voluntario, indicando que tomen las medidas necesarias para el cumplimiento de los objetivos de la Directiva que en este caso son los de aumentar la eficacia y transparencia de la retribución de los ejecutivos de sociedades cotizadas.

La evolución tanto de la legislación internacional como de los códigos de buen gobierno, tiene una gran influencia en el primer objetivo de la tesis, puesto que al abordar la revisión global de los trabajos publicados durante las 2 últimas décadas identificando los marcos teóricos y analizando los resultados ofrecidos por los estudios empíricos, se puede evaluar si la influencia de las iniciativas corporativas ha sido efectiva. Se analiza para ello la

evolución histórica y el estado actual del vínculo entre los sistemas retributivos y el desempeño empresarial. Mediante el meta-análisis, se obtiene de forma efectiva una mayor potencia estadística que permite detectar las diferencias geográficas y sectoriales de los sistemas de retribución variable y total.

Los resultados revelan que, en valores absolutos, la asociación retribución ejecutiva-desempeño empresarial es significativa, aunque todos los tamaños del efecto son bajos (según la escala por Cohen, 1988), el tamaño de la empresa sigue mostrando la correlación más alta con la retribución de los directivos. Estos resultados reportan una evolución positiva respecto a los reportados por el anterior meta-análisis de Tosi et al. (2000) dado que ahora parece estrecharse el vínculo entre los intereses de accionistas y los directivos, aunque este sea escaso. Una explicación plausible para este hallazgo es que las medidas de gobernanza globales en curso están modificando los esquemas de retribución consiguiendo una mayor vinculación al rendimiento de las empresas, aunque exhiben adherencia a las variables de tamaño debido a la complejidad organizacional y a la aversión a la exposición al riesgo de las grandes empresas (Diez Esteban, García-Gómez y López-Iturriaga, 2013).

Estos resultados ayudan a comprender la evidencia empírica y proporcionan bases sólidas para el desarrollo de hipótesis futuras. Esta contribución también es relevante para los organismos reguladores y los emisores de estándares porque nuestros resultados revelan que, para armonizar los intereses de los accionistas y los gerentes, la asociación de pago y rendimiento aún necesita una mayor implementación de medidas de gobernanza.

En España las distintas respuestas internacionales al debate público sobre la necesidad de elaborar nuevas prácticas de Gobierno Corporativo y en especial las directivas europeas, se trasladaron a nuevas iniciativas tanto en forma de recomendaciones como de imperativo legal. Especialmente entre diciembre de 2014 y febrero de 2015, España se

enfrentó a una reforma ambiciosa, a saber, la Ley 31/2014 y el Nuevo Código de Buen Gobierno en 2015.

En particular, los requisitos de la Ley 31/2014 (art. 529) incluyen:

- a) El Informe Anual de Remuneraciones a ser ratificado simultáneamente con el Informe Anual de Gobierno Corporativo, y sometido a votación en la junta general de accionistas.
- b) La aprobación por la junta general de la política de retribuciones establecida por el Consejo.
- c) La regulación de los nombramientos, funciones, objetivos y composición de la comisión de retribuciones.

Además, las recomendaciones 56-64 del código 2015 relativas a las políticas de remuneración diferencian entre los componentes de la remuneración y los tipos de directores. En particular, promueve la vinculación de la retribución de los ejecutivos con el cumplimiento de objetivos de corto, mediano y largo plazo (Recomendación 58); el diferimiento en el pago de una parte relevante de la retribución variable para comprobar que se han cumplido las condiciones de rendimiento establecidas (Recomendación 59) o para limitar la transferencia de la retribución en acciones una vez atribuida, y restricciones al ejercicio de las opciones al menos tres años desde su atribución (Recomendación 62), entre otros.

Se sabe poco sobre la efectividad de los Códigos de Gobierno Corporativo como de las reformas imperativas en los esquemas de retribución de los ejecutivos, y los pocos estudios publicados hasta ahora han reportado resultados mixtos. El objetivo de los Principios 6.5 a 6.8 en el Comité Cadbury Británico y el Informe Greenbury (1995) sobre obtener un vínculo más estrecho entre la compensación del CEO y el desempeño de la empresa no se logró (Ozkan, 2011). En la misma línea, Girma y Thompson (2007)

concluyeron que el impacto de las reformas de Cadbury había sido decepcionante, ya que los resultados eran opuestos a los objetivos esperados: el vínculo salario-rendimiento se había reducido mientras que la asociación de tamaño salarial se había reforzado.

En respuesta a la escasa literatura actual existente que evalúa el impacto de medidas legislativas o de buen gobierno en las retribuciones ejecutivas, en el cuarto capítulo de la tesis presentamos los resultados de un estudio empírico realizado sobre empresas cotizadas en España entre los años 2013 y 2018 y cuyo objetivo es analizar, por un lado, el impacto de dichas medidas en los esquemas retributivos de los consejeros y, por otro lado, evaluar la influencia de los consejeros institucionales en la implementación de dichas medidas.

Dado que las reformas de gobierno corporativo que tuvieron lugar en 2015 recomendaban aumentar la asociación rendimiento-retribución ejecutiva, utilizando tanto la contabilidad como las variables de mercado, exploraremos en primer lugar si la retribución ejecutiva se vio afectada por la Reforma Corporativa de 2015.

Investigaciones anteriores documentaban que el nivel de supervisión (Beatty y Zajac, 1990) y control (Boyd, 1994) es mayor cuando los miembros de la junta también son accionistas. Entre los accionistas, los inversores institucionales son aquellas firmas que tienen cantidades significativas de dinero disponibles para invertir en activos (acciones, bonos, bienes raíces ...) y a veces actividades de control. Tratan de ejercer su influencia en las empresas participantes a través de sus representantes en el consejo (llamados directivos institucionales) y se espera que estos representantes estén más calificados que los representantes individuales. Aggarwal et al. (2011) proporcionaron evidencia empírica sobre el impacto positivo de los directores institucionales sobre el buen gobierno de la empresa. Según los autores, las empresas con mayor propiedad institucional tenían más

probabilidades de despedir a los directores generales de empresas de bajo rendimiento, lo que resultó en mejoras en la valoración del mercado de valores de la empresa.

Con respecto a la remuneración gerencial, la literatura anterior mostró que los inversores institucionales influyen tanto en la retribución del CEO como en la de los ejecutivos: Hartzell y Starks (2003) informaron que la propiedad del inversionista institucional está asociada positivamente al vínculo salario-desempeño y reduce el nivel de compensación gerencial. En la misma línea, Khan, Dharwadkar y Brandes (2004) demuestran que los inversores institucionales están asociados positivamente con los niveles de compensación basada en incentivos. Más recientemente, Chen et al (2019) demostraron que los propietarios institucionales reducen el impacto negativo de la retribución anormal excesiva de los ejecutivos.

Siguiendo la literatura anterior, exploramos en la segunda hipótesis si los inversores institucionales contribuyeron a la implementación de la reforma corporativa, en particular, a aumentar el vínculo retributivo-rendimiento

Además, los inversores institucionales que representan a empresas que mantienen vínculos comerciales adicionales, como empresas y compañías de seguros se pueden distinguir de aquellos que no tienen vínculos ni relaciones con las sociedades. Esos directores, es decir, los directores sensibles a la presión, (*Pres_Sen_Dir*) podrían ser más sensibles a las presiones gerenciales, ya que tienen más en juego además de la mera participación accionarial. Por el contrario, los directores que representan a los fondos de inversión, fondos mutuos y fondos de pensiones pueden no tener otros intereses sino los de inversión. Esta categoría de directores resistentes a la presión (*Pres_Res_Dir*) podría mostrar un comportamiento más independiente y ser más reacios a las presiones gerenciales para aumentar o modificar el esquema de recompensas a favor de los CEOs y ejecutivos, es decir, se espera que promuevan el vínculo salario-rendimiento que está

más alineado con los intereses de los accionistas. Almazan et al. (2005) demostraron que los inversores institucionales influyen en el vínculo remunerativo-rendimiento de los directores. Sin embargo, el monitoreo de la remuneración de los ejecutivos solo es efectivo cuando el control de la presión es realizado por directores resistentes a la presión, principalmente debido a sus menores costos de monitoreo. En el marco de la empresa, los directores sensibles a la presión no muestran control sobre la remuneración de los ejecutivos, porque el coste de supervisión específico de su empresa es mayor.

López-Iturriaga et al. (2014) analizaron una muestra de empresas radicadas en la Bolsa de Madrid y extrajeron conclusiones similares, es decir, los consejeros más resistentes a la presión proporcional aumentan la sensibilidad retributivo-rendimiento y reducen la proporción fija de la retribución total. Por el contrario, los directores sensibles a la presión se asocian a resultados opuestos. Estos resultados confirmaron que, en España, los inversores institucionales no actúan como un grupo homogéneo y el papel de seguimiento es aplicado principalmente por inversores sin vínculos con las firmas

Para explorar si el tipo de inversores institucionales tuvo alguna influencia en el impacto de la reforma corporativa española en 2015 en el vínculo retributivo-rendimiento, analizamos también si el impacto de la Reforma de la Gobernanza de 2015 en la remuneración gerencial varía según el nivel de los directores institucionales resistentes o sensibles a la presión.

En el cuarto capítulo de la tesis, la muestra en bruto está formada por 167 empresas cotizadas en la Bolsa de Madrid en cualquier año de 2013 a 2018. La muestra de compensación de CEO está compuesta por 112 firmas porque 55 compañías no tienen un CEO dentro del Consejo de Administración y, por lo tanto, carecemos de información sobre su esquema de retribución. Por lo tanto, la muestra final se compone de 630

observaciones del año de la empresa para el Ejecutivo y 575 para la muestra de compensación del CEO.

El objetivo principal del cuarto capítulo de la tesis es evaluar la influencia de la reforma corporativa que tuvo lugar en España en 2015. La evidencia previa sobre la efectividad de las reformas de gobernanza muestra resultados mixtos. Nuestros resultados confirman que después de la reforma corporativa el componente variable de la remuneración gerencial aumentó, después de controlar por el tamaño y el apalancamiento de la empresa. Sin embargo, es de reseñar que: i) el componente variable del CEO aumentó y también lo hizo la retribución total, por lo que la retribución variable relativa no experimentó un crecimiento significativo en términos estadísticos y ii) las retribuciones restantes de los miembros ejecutivos no experimentaron un crecimiento significativo en términos absolutos, aunque la relación entre la remuneración total sí aumentó, por lo que la evolución es coherente con un salario fijo sustituido progresivamente por la retribución variable.

La extracción de rentas de este CEO podría explicarse bien por los postulados de poder gerencial, desarrollados por Bebchuk y Fried (2003, 2004) y corroborados por Van Essen et al. (2015) en los Estados Unidos, que afirman que las condiciones de plena competencia a menudo se violan porque los CEOs pueden ejercer con frecuencia una gran influencia sobre los procesos de toma de decisiones a nivel de la junta debido a mecanismos estructurales y socio-psicológicos específicos, que se vuelven sustancialmente fuertes en pequeños miembros como el comité de remuneraciones y el consejo de administración. En la misma línea, sus resultados sugieren que los miembros restantes de la junta ejecutiva tienen menos poder de negociación y, en consecuencia, la aplicación de las recomendaciones de CG resultó en un ajuste significativo del esquema de recompensa.

La influencia de los directores dominicales ha sido el foco de la investigación académica, particularmente en España, donde la presencia de directores propietarios en España representó el 40% del total de miembros del consejo, mientras que en el Reino Unido fue del 2% (Heidrik y Struggles, 2012). De acuerdo con la CNMV, en España este porcentaje se mantuvo estable hasta 2019, cuando el porcentaje de consejeros dominicales seguía rondando el 40%.

Sin embargo, nuestro análisis sobre los directores institucionales y los directores sensibles a la presión y resistentes a la presión ofrece resultados inconsistentes y carecen de solidez. Por lo tanto, no apoyamos la influencia ejercida por los directores institucionales y, específicamente, resistentes a la presión sobre las políticas de recompensa gerencial. Una explicación plausible para estos hallazgos podría basarse en la presencia decreciente de inversores institucionales y, en particular, de los miembros de la junta resistentes a la presión.

Entre las limitaciones de este estudio, se tienen en cuenta las relacionadas con la metodología estadística. La asociación entre la variable de partición, la reforma corporativa y el componente de recompensa de variables puede estar influenciada por variables omitidas e inexploradas. El periodo de estudio comienza en 2013, año en que se publican por primera vez datos relativos a la retribución ejecutiva y finaliza en 2018 puesto que el pandemium del Covid golpeó al mundo en 2019 y las empresas consideradas en este trabajo se vieron gravemente afectadas. Sin embargo, habría sido deseable disponer de un periodo de tiempo mas amplio, que hubiera permitido utilizar variabes retardadas y realizar tests de robustez con metodología estadística alternativa, como el Método Generalizado de Momentos.

En nuestra opinión, la investigación adicional debería analizar los aspectos sociales de los esquemas de recompensa, porque hoy en día los objetivos de RSC son cada vez más

relevantes. En particular, existe una creciente conciencia de la relevancia de los temas de Responsabilidad Social Corporativa (RSC) a nivel internacional, buenos ejemplos de los esfuerzos regulatorios en todo el mundo son las regulaciones europeas y españolas (Directiva 2014/95/UE, Ley 11/2018 de información no financiera; Ley 9/2020 que modifica la Ley 2005 sobre emisiones de carbono) que ejercen presiones externas para que las empresas aborden objetivos ambientales, de género o sostenibles, entre otros. Sin embargo, la preocupación de los grupos de interés por la RSC y el esfuerzo de las empresas por alcanzar estas expectativas externas podría ser un arma de doble filo siempre que estas estrategias de RSC se hagan con el objetivo de aparentar una buena imagen, en lugar de dirigir esta inversión en RSC hacia el mercado global para el beneficio real de las partes interesadas (Chen et al.2014; Forcadell et al.2017)

De ahí que, siguiendo esta tendencia marcada también por la presión social, muchas empresas hayan incluido elementos de RSC en el esquema de compensación de ejecutivos: el 43% de las firmas Fortune 500 incluyen la RSC como parte de la compensación gerencial, según el informe conjunto del Investor Responsibility Research Center y el Instituto de Inversiones Sostenibles (2013). Sin embargo, las razones por las cuales y cómo las empresas desarrollan e implementan políticas de RSC son difíciles de investigar, debido al acceso limitado a la información interna estratégica de las empresas y, por lo tanto, la mayor parte de la investigación de RSC se basa únicamente en las divulgaciones voluntarias tanto de empresas en información financiera y no financiera.

Desde la publicación de la Ley de Sostenibilidad en 2011, España ha emprendido varias iniciativas para el desarrollo y el compromiso empresarial con la RSC. Aparentemente, parece que son bastante eficaces, ya que los datos indican que la puntuación media de la Puntuación combinada ESG (índice estimado en las revelaciones de RSC de la empresa)

en España es de 59,00 muy por encima de la media europea de 51,05 (Iamandi et al., 2019).

Para explorar más a fondo la relación entre las inversiones RSC y retribución gerencial, siguiendo a Jian y Lee (2015), analizamos si la remuneración gerencial exhibe diferentes relaciones con la RSC según los niveles de inversión en RSC, es decir si un desempeño más bajo en RSC se asocia positivamente con la compensación del CEO/Ejecutivo o si un mayor desempeño de la RSC se asocia negativamente con la compensación del CEO/Ejecutivo.

Por otro lado, los esquemas de retribución ejecutiva exhiben una amplia variedad (Peng, 2020) aunque tradicionalmente incluyen compensación en forma de efectivo (p. ej., salario y bonificación) y componentes que incluyen pagos contingentes a largo plazo (p. ej., opciones sobre acciones y otros planes de incentivos a largo plazo). No obstante, los directivos prefieren los pagos en efectivo porque están asociados a objetivos de corto plazo y suelen asegurar un componente fijo alto (salario); los Códigos de Gobernanza, bajo las premisas de la agencia, promueven revisiones de la retribución a largo plazo (que pueden incluir el pay back, como la cláusula de recuperación), con el objetivo de alinear a largo plazo los incentivos de los ejecutivos y con los intereses de los accionistas/propietarios de la empresa.

Siguiendo este razonamiento, si se espera que las inversiones en RSC aumenten el valor de una empresa, entonces la proporción de acciones y compensación gerencial basada en el largo plazo debería ser mayor en aquellas retribuciones vinculadas a la RSC. Por el contrario, si las inversiones en RSC son solo un maquillaje simbólico que en realidad no pretende mejorar el desempeño social de la empresa, y los gerentes buscan en cambio sus propios beneficios (a corto plazo) (es decir, a través de una mejor reputación social), esos gastos podrían en última instancia (a largo plazo) tener un impacto negativo en el valor

de la empresa. Por lo tanto, previa evidencia contradictoria, probaremos si el desempeño de la RSC se asocia positiva o negativamente con la proporción de la compensación en capital/efectivo de los directores ejecutivos.

Los resultados confirman que el nivel de retribución gerencial, tanto en términos de compensación variable como total, está positivamente asociado con el desempeño de la RSC (en línea con Hong et al., 2016), considerando atributos de gobierno corporativo como la estructura de propiedad o las características del consejo. Por lo tanto, nuestros resultados sugieren que los ejecutivos están incentivados a realizar operaciones de RSC porque son recompensados de acuerdo con el tipo de inversiones. Cabe destacar que solo reportamos una asociación significativa entre la compensación gerencial y RSC cuando la firma muestra un bajo nivel de RSC, por lo tanto, aquellas empresas con bajas inversiones en RSC son las que están tratando de incentivar a los directivos para que desarrollen políticas de responsabilidad corporativa en la empresa.

Los resultados también reportan que la retribución basada en el capital está asociada positivamente a los niveles de RSC, mientras que la retribución en efectivo muestra coeficientes negativos. Por lo tanto, nuestros resultados indican que las inversiones en RSC están asociadas a los incentivos de gestión a largo plazo, siendo una explicación aceptable que los directivos realmente creen que las estrategias de RSC aumentarán el valor de la empresa a largo plazo y están más dispuestos a aceptar componentes gratificantes a largo plazo, como las acciones de capital.

Cuando en 2017, comenzó a elaborarse los planteamientos de esta tesis, tanto la reforma de la ley de capital como el nuevo código de gobierno corporativo hacía apenas dos años que se había publicado y aún era pronto para evaluar su efectividad tanto en la retribución de los directivos como en otros ámbitos de gobierno corporativo, no obstante, decidimos

que valía la pena esperar a obtener datos para evaluar su impacto y poder observar si estaba cambiando la manera en la cual se estaba pagando a los directivos de las sociedades cotizadas. Hasta que pudimos tener los datos de 2018 para poder tener suficientes años para analizar las consecuencias de la reforma corporativa, ampliamos el ámbito de estudio para poder hacer un meta-análisis que nos permitiese tener una visión global acerca de cómo había evolucionado en las dos últimas décadas los esquemas de remuneración ejecutivos. Finalmente, el trabajo se publicó en 2020 la revista *Economic Research*, “Executive remuneration determinants: New evidence from meta-analysis. *Economic research*”, este artículo es el primero en meta-analizar con una perspectiva mundial los vínculos entre los intereses directivos y accionistas. Los resultados nos indican que aunque existe correlación entre rendimiento empresarial y retribuciones aún tiene un tamaño de efecto bajo, por tanto, las medidas aplicadas a nivel internacional, tanto de recomendaciones como legislativas durante los últimos años no han tenido un impacto suficiente a la hora de estrechar este vínculo.

Posteriormente, ya con los datos de las sociedades cotizadas españolas de 2013 a 2018, pudimos analizar empíricamente el efecto sobre la retribución de los consejeros delegados/directivos y el rendimiento empresarial (antes y después) de la aprobación en España de la Ley 31/2014, para la mejora del Gobierno Corporativo y la expedición del Nuevo Código de Buen Gobierno para sociedades cotizadas en 2015. Nuestros resultados confirman que después de la reforma corporativa los componentes variables de la remuneración gerencial aumentaron, no obstante, no encontramos influencia del tipo de directores institucionales en los esquemas retributivos ejecutivos. Este segundo análisis corresponde al trabajo “Impacto de la reforma de gobierno corporativo de 2015 en la retribución de los consejeros de las empresas cotizadas españolas” y que será remitido para su publicación en breve.

Utilizando la base de datos manual elaborada con los datos de las sociedades cotizadas españolas de 2013 y 2018 y añadiendo indicadores de Responsabilidad Social Corporativa (RSC) pudimos confirmar en un tercer trabajo que el nivel de retribución gerencial, tanto en términos de compensación variable como total, está positivamente asociado con el desempeño de la RSC. Este tercer trabajo fue publicado en julio de 2021 en la revista Sustainability con el título “Corporate Social Responsibility and managerial compensation: further evidence from Spanish Listed Companies”

Ha sido objetivo y finalidad de esta tesis ayudar a comprender la evolución de las retribuciones de los directivos en las últimas décadas tanto a nivel global como en España, dado que es una de las cuestiones claves dentro del gobierno empresarial. Esperamos que los resultados de los análisis sean de utilidad para poder aportar un mejor entendimiento del comportamiento de los esquemas de remuneración directiva y que puedan servir tanto a futuras investigaciones académicas como a instituciones reguladoras que busquen alinear los intereses de las corporaciones con el resto de la sociedad.

Valencia, 27 de mayo de 2022

BIBLIOGRAFÍA

- Abowd, J. M. (1990). Does performance-based managerial compensation affect corporate performance?. *ILR Review*, 43(3), 52-S. doi:10.1177/001979399004300304
- Adams, R. B., & Ferreira, D. (2008). Do directors perform for pay?. *Journal of Accounting and Economics*, 46(1), 154-171.
- Adithipyangkul, P., Alon, I., & Zhang, T. (2011). Executive perks: Compensation and corporate performance in China. *Asia Pacific Journal of Management*, 28(2), 401-425.
- AFL CIO 2013 Annual Report - AFL-CIO Employees FCU.
- Aggarwal, R., Erel, I., Ferreira, M., & Matos, P. (2011). Does governance travel around the world? Evidence from institutional investors. *Journal of financial economics*, 100(1), 154-181
- Aguilera, R. V., & Cuervo-Cazurra, A. (2009). Codes of good governance. *Corporate governance: an international review*, 17(3), 376-387.
- Ahn, J.-Y. (2014) "CEO Pay For Long-Run Performance: A Dynamic View", *Journal of Applied Business Research (JABR)*, 31(1), pp. 317-330
- Ahn, S., & Choi, W. (2009). The role of bank monitoring in corporate governance: Evidence from borrowers' earnings management behavior. *Journal of banking & finance*, 33(2), 425-434
- Akhigbe, A., Madura, J., & Ryan, H. (1997). CEO compensation and performance of commercial banks. *Managerial Finance*, 23(11), 40-55
- Albanese, R., Dacin, M. T., & Harris, I. C. (1997). Agents as stewards. *Academy of Management Review*, 609-611
- Allouche, J., & Laroche, P. (2005). A meta-analytical investigation of the relationship between corporate social and financial performance. *Revue de gestion des ressources humaines*, (57), 18.
- Almazan, A., Hartzell, J. C., & Starks, L. T. (2005). Active institutional shareholders and costs of monitoring: Evidence from executive compensation. *Financial management*, 34(4), 5-34.
- Al-Najjar, B. (2017). Corporate governance and CEO pay: Evidence from UK Travel and Leisure listed firms. *Tourism Management*, 60, 9-14.
- Alonso-Borrego, C., & Arellano, M. (1999). Symmetrically normalized instrumental-variable estimation using panel data. *Journal of Business & Economic Statistics*, 17(1), 36-49
- Alves, P., Couto, E. B., & Francisco, P. M. (2015). Executive pay and performance in Portuguese listed companies. *Research in International Business and Finance*, 37, 184-195.
- Amzaleg, Y., Azar, O. H., Ben-Zion, U., & Rosenfeld, A. (2014). CEO control, corporate performance and pay-performance sensitivity. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 106, 166-174.

Anderson, M. C., Banker, R. D., & Ravindran, S. (2000). Executive compensation in the information technology industry. *Management Science*, 46(4), 530–547. doi:10.1287/mnsc.46.4.530.12055

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

Ang, J. S., & Constand, R. L. (1997). Compensation and performance: the case of Japanese managers and directors. *Journal of Multinational Financial Management*, 7(4), 275-304.

Araujo-Pinzón, P. (2003). Nuevo institucionalismo, teoría de la estructuración y cambio en los sistemas y prácticas de contabilidad de gestión: teorías y métodos de investigación. *Spanish Journal of Finance and Accounting/Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 32(118), 693-724.

Arellano, M. (2003). *Panel data econometrics*. OUP Oxford.

Arellano, M., & Bond, S. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *The review of economic studies*, 58(2), 277-297.

Bae, K. H., Kang, J. K., & Kim, J. M. (2002). Tunneling or value added? Evidence from mergers by Korean business groups. *The Journal of Finance*, 57(6), 2695-2740.

Baixauli-Soler, J. S., & Sanchez-Marin, G. (2015). Executive compensation and corporate governance in Spanish listed firms: a principal–principal perspective. *Review of Managerial Science*, 9(1), 115-140.

Banghøj, J., Gabrielsen, G., Petersen, C., & Plenborg, T. (2010). Determinants of executive compensation in privately held firms. *Accounting & Finance*, 50(3), 481–510. doi:10.1111/j.1467-629X.2009.00335.x

Banker, R. D., Darrrough, M. N., Huang, R., & Plehn-Dujowich, J. M. (2012). The relation between CEO compensation and past performance. *The Accounting Review*, 88(1), 1-30.

Barca, F., & Becht, M. (2002). *The control of corporate Europe*. Oxford University Press

Barkema, H. G., & Gomez-Mejia, L. R. (1998). Managerial compensation and firm performance: A general research framework. *Academy of Management journal*, 41(2), 135-145.

Barnea, A., & Rubin, A. (2010). Corporate social responsibility as a conflict between shareholders. *Journal of business ethics*, 97(1), 71-86

Baron, R. M., & Kenny, D. A. (1986). The moderator–mediator variable distinction in social psychological research: Conceptual, strategic, and statistical considerations. *Journal of personality and social psychology*, 51(6), 1173.

Barontini, R., & Bozzi, S. (2011). Board compensation and ownership structure: empirical evidence for Italian listed companies. *Journal of Management & Governance*, 15(1), 59–89. doi:10.1007/s10997-009-9118-5

- Bastidas, C. (2007). El caso Enron. Principales aspectos contables, de auditoría de gobierno corporativo. RIL editores.
- Basu, S., Hwang, L. S., Mitsudome, T., & Weintrop, J. (2007). Corporate governance, top executive compensation and firm performance in Japan. *Pacific-Basin Finance Journal*, 15(1), 56–79. doi:10.1016/j.pacfin.2006.05.002
- Beatty, R. P., & Zajac, E. J. (1990, August). Top management incentives, monitoring, and risk-bearing: A study of executive compensation, ownership, and board structure in initial public offerings. *Academy of management proceedings Vol. 1990, No. 1*, pp. 7-11.
- Bebchuk, L. A., & Fried, J. M., (2003). Executive compensation as an agency problem. *Journal of Economic Perspectives*, 17(3), 71–92. doi:10.1257/089533003769204362
- Bebchuk, L., & Fried, J. (2004). Pay without performance (Vol. 29). *Cambridge, MA: Harvard University Press*.
- Bebchuk, L., & Grinstein, Y. (2005). The growth of executive pay. *Oxford Review of Economic Policy*, 21(2), 283–303. doi:10.1093/oxrep/gri017
- Beckert, J. (1999). Agency, entrepreneurs, and institutional change. The role of strategic choice and institutionalized practices in organizations. *Organization studies*, 20(5), 777-799.
- Belkaoui, A., & Picur, R. (1993). An analysis of the use of accounting and market measures of performance, CEO experience and nature of deviation from analyst forecasts. *Managerial Finance*, 19(2), 33-54.
- Benito, A., & Conyon, M. J. (1999). The governance of directors' pay: Evidence from UK companies. *Journal of Management and Governance*, 3(2), 117–136.
- Berrone, P., & Gomez-Mejia, L. R. (2009). Environmental performance and executive compensation: An integrated agency-institutional perspective. *Academy of Management Journal*, 52(1), 103-126.
- Bertrand, M., & Mullainathan, S. (2001). Are CEOs rewarded for luck? The ones without principals are. *The Quarterly Journal of Economics*, 116(3), 901-932.
- Blanes, F., de Fuentes, C., & Porcuna, R. (2020). Executive remuneration determinants: New evidence from meta-analysis. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 33(1), 2844-2866.
- Blundell, R., & Bond, S. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of econometrics*, 87(1), 115-143.
- Bond, S. R. (2002). Dynamic panel data models: a guide to micro data methods and practice. *Portuguese economic journal*, 1(2), 141-162.
- Borlea, S. N., Achim, M. V., & Mare, C. (2017). Board characteristics and firm performances in emerging economies. *Lessons from Romania. Economic research-Ekonomska istraživanja*, 30(1), 55-75.
- Boyd, B. K., (1994). Board control and CEO compensation. *Strategic Management Journal*, 15(5), 335–344. doi:10.1002/smj.4250150502

- Brandes, P., Goranova, M., & Hall, S. (2008). Navigating shareholder influence: Compensation plans and the shareholder approval process. *Academy of Management Perspectives*, 22(1), 41-57.
- Brick, I. E., Palmon, O., & Wald, J. K. (2006). CEO compensation, director compensation, and firm performance: Evidence of cronyism? *Journal of Corporate Finance*, 12(3), 403–423. doi:10.1016/j.jcorpfin.2005.08.005
- Brockman, P., Lee, H. S. G., & Salas, J. M. (2016). Determinants of CEO compensation. *Journal of Corporate Finance*, 39, 53-77.
- Brunello, G., Graziano, C., & Parigi, B. (2001). Executive compensation and firm performance in Italy. *International Journal of Industrial Organization*, 19(1-2), 133-161.
- Buachoom, W. (2017). Simultaneous relationship between performance and executive compensation of Thai non-financial firms. *Asian Review of Accounting*, 25(3), 404-423.
- Buck, T., Bruce, A., Main, B. G., & Udueni, H., (2003). Long term incentive plans, executive pay and UK company performance. *Journal of Management Studies*, 40(7), 1709–1727. doi: 10.1111/1467-6486.00397
- Buck, T., Liu, X., & Skovoroda, R. (2008). Top executive pay and firm performance in China. *Journal of International Business Studies*, 39(5), 833–850. doi:10.1057/palgrave.jibs.
- Cadbury, A. (1992). Report of the committee on the financial aspects of corporate governance London: Gee & Co.
- Cai, Y., Jo, H., & Pan, C. (2011). Vice or virtue? The impact of corporate social responsibility on executive compensation. *Journal of Business Ethics*, 104(2), 159-173.
- Callan, S. J., & Thomas, J. M. (2014). Relating CEO compensation to social performance and financial performance: Does the measure of compensation matter?. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 21(4), 202-227.
- Canarella, G., & Gasparyan, A. (2008). New insights into executive compensation and firm performance: Evidence from a panel of “new economy” firms, 1996-2002. *Managerial Finance*, 34(8), 537-554.
- Canarella, G., & Nourayi, M. M. (2008). Executive compensation and firm performance: adjustment dynamics, non-linearity and asymmetry. *Managerial and Decision Economics*, 29(4), 293-315.
- Cao, J., Pan, X., & Tian, G. (2011). Disproportional ownership structure and pay–performance relationship: evidence from China's listed firms. *Journal of Corporate Finance*, 17(3), 541-554.
- Cappelli, P., & Cascio, W. F. (1991). Why some jobs command wage premiums: A test of career tournament and internal labor market hypotheses. *Academy of Management Journal*, 34(4), 848-868.
- Carpenter, M. A., & Sanders, W. G. (2002). Top management team compensation: The missing link between CEO pay and firm performance?. *Strategic management journal*, 23(4), 367-375.

- CC. OO. (2015) Informe: Evolución de indicadores de buen gobierno durante el ejercicio 2015. *Fundación 1º de mayo*
https://www.ccoo.es/Publicaciones%C2%B7y_documentos/Publicaciones_de_las_secretari as/Proteccion_social/Politic as_Publicas_y_Proteccion_Social/Informes_IBEX_35#
- Céspedes-Lorente, J., de Burgos-Jiménez, J., & Álvarez-Gil, M. J. (2003). Stakeholders' environmental influence. An empirical analysis in the Spanish hotel industry. *Scandinavian journal of management*, 19(3), 333-358.
- Chalevas, C. G. (2011). The effect of the mandatory adoption of corporate governance mechanisms on executive compensation. *The International Journal of Accounting*, 46(2), 138-174. doi:10.1108/03074351011019573
- Chalmers, K., Koh, P. S., & Stapledon, G., (2006). The determinants of CEO compensation: Rent extraction or labour demand? *The British Accounting Review*, 38(3), 259–275. doi:10.1016/j.bar.2006.01.003
- Chan, M. C., Watson, J., & Woodliff, D. (2014). Corporate governance quality and CSR disclosures. *Journal of business ethics*, 125(1), 59-73.
- Chang, H., Choy, H. L., & Wan, K. M. (2012). Effect of the Sarbanes–Oxley act on CEOs' stock ownership and pay-performance sensitivity. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 38(2), 177-207.
- Chen, H., Jeter, D., & Yang, Y. W. (2015). Pay-performance sensitivity before and after SOX. *Journal of Accounting and Public Policy*, 34(1), 52-73.
- Chen, J., Goergen, M., Leung, W. S., & Song, W. (2019). CEO and director compensation, CEO turnover and institutional investors: Is there cronyism in the UK?. *Journal of Banking & Finance*, 103, 18-35.
- Cheng B, Ioannou I, Serafeim G (2014). Corporate social responsibility and access to finance. *Strategic Management Journal*. 2014, 35(1), 1-23.
- Cheng, S., & Firth, M. (2006). Family ownership, corporate governance, and top executive compensation. *Managerial and Decision Economics*, 27(7), 549–561. doi:10.1002/mde.1273
- Chung H., Judge, W. Q., & Li, Y. H. (2015). Voluntary disclosure, excess executive compensation, and firm value. *Journal of Corporate Finance*, 32, 64-90.
- Chhaochharia, V., & Grinstein, Y. (2009). CEO compensation and board structure. *The Journal of Finance*, 64(1), 231-261.
- Claessens, S., & Yurtoglu, B. B. (2013). Corporate governance in emerging markets: A survey. *Emerging markets review*, 15, 1-33.
- Claessens, S., Djankov, S., & Lang, L. H. (2000). The separation of ownership and control in Asian corporations. *Journal of financial Economics*, 58(1-2), 81-112
- CNMV. Informe de la Comisión Especial para el estudio de un código ético de los Consejos de Administración de las Sociedades. (Comisión Olivencia) (1998)
- CNMV. Informe de la Comisión Especial para el fomento de la transparencia y seguridad en los mercados y las sociedades cotizadas. (Comisión Aldama) (2003)

- CNMV. Código unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas (2006)
- CNMV. Actualización del Código unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas (2013)
- CNMV. Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas (2015)
- CNMV, Informes de gobierno corporativo de las entidades emisoras de valores admitidos de la CNMV (2013-2108)
- Comisión Europea, Comunicación “Modernización del derecho de sociedades y mejora del gobierno corporativo en la Unión Europea—un plan para avanzar “ (COM/2003/0284)
- Comisión Europea, Directiva 2004/913/CE
- Comisión Europea, Directiva 2005/162/CE
- Comisión Europea, Directiva 2007/36/CE
- Comisión Europea, Directiva 2009/385/CE
- Comisión Europea, Libro verde sobre El gobierno corporativo en las entidades financieras y las políticas de remuneración, COM 2010/286
- Comisión Europea, Libro verde sobre la gobernanza en la UE COM/2011/164
- Comisión Europea, Directiva 2013/34/CE
- Comisión Europea, Directiva 2014/208/CE,
- Comisión Europea, Directiva 2014/95/CE
- Comisión Europea, Directiva 2017/828/CE por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE
- Congress of Spain. Law 31/2014, of December 3, Which Modifies the Capital Companies Act to Improve Corporate Governance. 2014.
- Congress of the People’s Republic of China (2006) Companies Act
- Connelly, B. L., Tihanyi, L., Crook, T. R., & Gangloff, K. A. (2014). Tournament theory: Thirty years of contests and competitions. *Journal of Management*, 40(1), 16-47.
- Conyon, M. J. (2006). Executive compensation and incentives. *Academy of Management Perspectives*, 20(1), 25-44.
- Conyon, M. J., & He, L. (2011). Executive compensation and corporate governance in China. *Journal of Corporate Finance*, 17(4), 1158–1175. doi:10.1016/j.jcorpfin.2011.04.006
- Conyon, M. J., & Murphy, K. J. (2000). The prince and the pauper? CEO pay in the United States and United Kingdom. *The Economic Journal*, 110(467), 640-671.
- Conyon, M. J., & Sadler, G. V. (2001). Executive pay, tournaments and corporate performance in UK firms. *International Journal of Management Reviews*, 3(2), 141-168.

Conyon, M. J., & Schwalbach, J. (2000). Executive compensation: Evidence from the UK and Germany. *Long Range Planning*, 33(4), 504-526.

Conyon, M. J., Core, J. E., & Guay, W. R. (2011). Are US CEOs paid more than UK CEOs? Inferences from risk-adjusted pay. *The Review of Financial Studies*, 24(2), 402-438.

Conyon, M. J., Peck, S. I., & Sadler, G. (2000). Econometric modelling of UK executive compensation. *Managerial Finance*, 26(9), 3–20. doi:10.1108/03074350010766846

Core, J. E., Holthausen, R. W., & Larcker, D. F. (1999). Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 51(3), 371–406. doi:10.1016/S0304-405X(98)00058-0

Corporate Governance Policy in the European Union, CFA INSTITUTE, 2016 citando a Berle, A. A., & Means, G. G. C. (1933). *The modern corporation and private property*. Transaction publishers)

Correa, R., & Lel, U. (2016). Say on pay laws, executive compensation, pay slice, and firm valuation around the world. *Journal of Financial Economics*, 122(3), 500–520. doi:10.1016/j.jfineco.2016.09.003

Cortes, Generales, Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores

Cortes Generales. Texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (RD 1/2010, de 2 de julio)

Cortes Generales, Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible

Cortes Generales, Texto refundido de la Ley de Sociedad Anónimas (RD 1564/1989, de 22 de diciembre)

Cortes Generales. 31/2014, 3 de diciembre, por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo

Cortes Generales, Ley 11/2018, de 28 de diciembre, por la que se modifica el Código de Comercio

Cortes Generales, Ley 9/2020 sobre emisiones de carbon.

Council, F. R. (2010). The UK Corporate Governance Code. *London: Financial Reporting Council*.

Crepí, R., y García Cestona, M. Á. (2002). Propiedad y control: una perspectiva europea.

Crespí-Cladera, R., & Gispert, C. (2003). Total board compensation, governance and performance of Spanish listed companies. *Labour*, 17(1), 103–126. doi:10.1111/1467-9914.00224

Crespí, R., & Pascual, B. (2012). Executive Directors' Pay, Networks and Operating Performance: The Influence of Ownership Structure. <http://ssrn.com/abstract=1287100>. SSRN.

- Croci, E., Gonenc, H., & Ozkan, N. (2012). CEO compensation, family control, and institutional investors in Continental Europe. *Journal of Banking & Finance*, 36(12), 3318–3335. doi:10.1016/j.jbankfin.2012.07.017
- Cronqvist, H., Heyman, F., Nilsson, M., Svaleryd, H., & Vlachos, J. (2009). Do entrenched managers pay their workers more?. *the Journal of Finance*, 64(1), 309-339.
- Cuñat, V., & Guadalupe, M. (2009). Executive compensation and competition in the banking and financial sectors. *Journal of Banking & Finance*, 33(3), 495-504.
- Cuomo, F., Mallin, C., & Zattoni, A. (2016). Corporate governance codes: A review and research agenda. *Corporate governance: an international review*, 24(3), 222-241
- Dai, Y., Rau, P. R., Stouraitis, A., & Tan, W. (2020). An ill wind? Terrorist attacks and CEO compensation. *Journal of Financial Economics*, 135(2), 379-398.
- Daily, C. M., & Dollinger, M. J. (1992). An empirical examination of ownership structure in family and professionally managed firms. *Family business review*, 5(2), 117-136.
- David, P., Kochhar, R., & Levitas, E. (1998). The effect of institutional investors on the level and mix of CEO compensation. *Academy of Management Journal*, 41(2), 200-208.
- Davila, T. & Penalva, F (2007) Governance structure and weight of performance measures in CEO compensation *Review of Accounting Studies* 11(4) .
- Davis, J. H., Schoorman, F. D., & Donaldson, L. (1997). Toward a stewardship theory of management. *Academy of Management review*, 22(1), 20-47.
- De Andrés, P., Reig, R., & Vallelado, E. (2019). European banks' executive remuneration under the new European Union regulation. *Journal of Economic Policy Reform*, 22(3), 208-225.
- De Bondt, W. (2013). After the crisis: How to restore trust in business and finance. *Spanish Journal of Finance and Accounting/Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 42(157), 13-37.
- De Vries, M. F. K. (1993). The dynamics of family-controlled firms: The good and the bad news. *Organizational dynamics*, 21(3), 59-71.
- Deckop, J. R., Merriman, K. K., & Gupta, S. (2006). The effects of CEO pay structure on corporate social performance. *Journal of Management*, 32(3), 329-342
- Demsetz, H., & Villalonga, B. (2001). Ownership structure and corporate performance. *Journal of corporate finance*, 7(3), 209-233.
- Dharwadkar, B., George, G., & Brandes, P. (2000). Privatization in emerging economies: An agency theory perspective. *Academy of management review*, 25(3), 650-669.
- Diez Esteban, Maria, J., García-Gómez, C. D., & López-Iturriaga, F. J. (2013). International Evidence About the Influence of Large Shareholders on Corporate Risk Taking, *Revista Española de Financiación y Contabilidad (Spanish Journal of Finance & Accounting)*, 42(160), 487-511.

Díez, J. L. G., Gago, R. F., & García, L. C. (2011). Influencia de la propiedad y el control en la puesta en práctica de la rsc en las grandes empresas españolas. Documentos de Trabajo FUNCAS, (590),1

DiMaggio, P. J., & Powell, W. W. (1983). The iron cage revisited: Institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields. *American sociological review*, 147-160.

Donaldson, L., & Davis, J. H. (1991). Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns. *Australian Journal of management*, 16(1), 49-64.

Doucouliaagos, H., Haman, J., & Askary, S. (2007). Directors' remuneration and performance in Australian banking. *Corporate governance: an international review*, 15(6), 1363-1383.

Duffhues, P., & Kabir, R. (2008). Is the pay–performance relationship always positive?: Evidence from the Netherlands. *Journal of multinational financial management*, 18(1), 45-60.

Duong, L., & Evans, J. (2015). CFO compensation: Evidence from Australia. *Pacific-Basin Finance Journal*, 35, 425-443.

Durbin, J. (1954). Errors in variables. *Revue de l'institut International de Statistique*, 23-32.

Duru, A. I., & Iyengar, R. J. (1999). Linking CEO pay to firm performance: Empirical evidence from the electric utility industry. *Managerial Finance*, 25(9), 21–33. doi:10.1108/03074359910766136

Edmans, A. (2016). Performance) based pay for executives still works. *Harvard Bus. Rev. Online*.

Edwards, J. S., Eggert, W., & Weichenrieder, A. J. (2009). Corporate governance and pay for performance: evidence from Germany. *Economics of Governance*, 10(1), 1.

EFE (2007). «El Supremo reabre el caso Alierta por uso de información privilegiada». La Vanguardia. Archivado desde el original el 2 de noviembre de 2007. <https://web.archive.org/web/20071102130219/http://www.lavanguardia.es/lv24h/20070608/51360041179.html>

Efendic, A., Pugh, G., & Adnett, N. (2011). Institutions and economic performance: A meta-regression analysis. *European Journal of Political Economy*, 27(3), 586-599.

Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: An assessment and review. *Academy of management review*, 14(1), 57-74.

Elsayed, N. & Eldarban, H. (2018) Investigating the associations between executive compensation and firm performance *Journal of Applied Accounting Research* 19 (2), 245-270

Elsilä, A., Kallunki, J. P., Nilsson, H., & Sahlström, P. (2013). CEO personal wealth, equity incentives and firm performance. *Corporate Governance: An International Review*, 21(1), 26-41

El Mundo (16-6-2020) *Telefónica, Stock Options y caso Rise*. (https://www.elmundo.es/economia/especial_villalonga/polemica.html)

Elston, J. A., & Goldberg, L. G. (2003). Executive compensation and agency costs in Germany. *Journal of Banking & Finance*, 27(7), 1391–1410. doi:10.1016/S0378-4266(02)00274-1

Eriksson, T. (2005). Managerial pay and executive turnover in the Czech and Slovak Republics. *Economics of Transition*, 13(4), 659-677.

Eriksson, T., & Lausten, M. (2000). Managerial pay and firm performance—Danish evidence. *Scandinavian Journal of Management*, 16(3), 269–286. doi:10.1016/S0956-5221(99)00026-3

Ernst and Young. Is Your Non-Financial Performance Revealing the True Value of Your Business to Investors? Tomorrow's Investment Rules 2017. URL:https://www.ey.com/en_gl/assurance/is-your-nonfinancial-performance-revealing-the-true-value-of-your-business

European Banking Authority, (2015). Guidelines on sound remuneration policies under Articles 74(3) and 75(2) of Directive 2013/36/EU and Disclosures under Article 450 of Regulation (EU) No 575/2013. EBA/GL/2015/22. London.

Expansión (11/13/2016) *¿Deberían tener techo el sueldo de los directivos?* <https://www.expansion.com/economia/2016/11/13/58284fc9268e3ee0398b4616.html>

Fama, E. F., & Jensen, M. C., (1983). Agency problems and residual claims. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 327–349. doi:10.1086/467038

Fernandes, N. (2008). EC: Board compensation and firm performance: The role of “independent” board members. *Journal of multinational financial management*, 18(1), 30-44.

Fernandes, N., Ferreira, M. A., Matos, P., & Murphy, K. J. (2012). Are US CEOs paid more? New international evidence. *The Review of Financial Studies*, 26(2), 323-367.

Fernandez-Alles, M., Cuevas-Rodriguez, G., & Valle-Cabrera, R. (2006). How symbolic remuneration contributes to the legitimacy of the company: An institutional explanation. *Human Relations*, 59(7), 961-992.

Fernando, S., & Lawrence, S. (2014). A theoretical framework for CSR practices: Integrating legitimacy theory, stakeholder theory and institutional theory. *Journal of Theoretical Accounting Research*, 10(1), 149-178

Financial Reporting Council (2006 and 2010) UK Companies Act

Financial Reporting Council, The Combined Code on Corporate Governance, 1998, 2006, 2008

Financial Reporting Council, UK Corporate Governance Code, 2010, 2014, 2018

Firth, M., Fung, P. M., & Rui, O. M. (2006). Corporate performance and CEO compensation in China. *Journal of Corporate Finance*, 12(4), 693-714.

Firth, M., Lohne, J. C., Ropstad, R., & Sjo, J. (1996). The remuneration of CEOs and corporate financial performance in Norway. *Managerial and Decision Economics*, 17(3), 291-301.

- Forcadell, F. J., & Aracil, E. (2017). European banks' reputation for corporate social responsibility. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 24(1), 1-14.
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. Cambridge university press.
- Freeman, R. E. (2010). *Strategic management: A stakeholder approach*. Cambridge University Press.
- Freeman, R. E., & Velamuri, S. R. (2006). A new approach to CSR: Company stakeholder responsibility. *In Corporate social responsibility (pp. 9-23)*. Palgrave Macmillan, London.
- French Assemblée Nationale (2017). Duty of Vigilance Law in France
- Gao, H., & Li, K. (2015). A comparison of CEO pay–performance sensitivity in privately-held and public firms. *Journal of Corporate Finance*, 35, 370–388. doi:10.1016/j.jcorpfin.2015.10.005
- García-Meca, E., & Pucheta-Martínez, M. C. (2019). How institutional investors on boards impact on stakeholder engagement and corporate social responsibility reporting. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 25(3), 237-249.
- García-Meca, E., & Sánchez-Ballesta, J. P. (2009). Corporate governance and earnings management: A meta-analysis. *Corporate governance: an international review*, 17(5), 594-610.
- García-Meca, E., López-Iturriaga, F., & Tejerina-Gaite, F. (2017). Institutional investors on boards: Does their behavior influence corporate finance?. *Journal of Business Ethics*, 146(2), 365-382.
- García-Torea, N., Fernández-Feijoo, B., & de la Cuesta-González, M. (2017). The influence of ownership structure on the transparency of CSR reporting: empirical evidence from Spain. *Spanish Journal of Finance and Accounting/Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 46(3), 249-271
- Garvey, G. T., & Milbourn, T. T. (2006). Asymmetric benchmarking in compensation: Executives are rewarded for good luck but not penalized for bad. *Journal of Financial Economics*, 82(1), 197-225.
- Ghosh, A. (2006). Determination of executive compensation in an emerging economy. Evidence from India. *Emerging Markets Finance and Trade*, 42(3), 66–90. doi:10.2753/REE1540-496X420304
- Gibbs, M. (1994). Testing tournaments? An appraisal of the theory and evidence. *Labor Law Journal*, 45(8), 493-500.
- Gigliotti, M. (2013). The compensation of top managers and the performance of Italian firms. *The international journal of human resource management*, 24(4), 889-903.
- Girma, S., Thompson, S., & Wright, P. W. (2007). Corporate governance reforms and executive compensation determination: Evidence from the UK. *The Manchester School*, 75(1), 65-81. doi:10.1111/j.1467-9957.2007.01003

Gobierno de España, Programa Nacional de Reformas de España, 2013

Graells, A. S. (2015). La aplicación de la teoría de agencia a la prevención de conflictos de interés en la contratación pública bajo la directiva 2014/24. *Economía industrial*, (398), 103-110.

Gray, S. R., & Cannella Jr, A. A. (1997). The role of risk in executive compensation. *Journal of Management*, 23(4), 517-540.

Greenbury, R. (1995). Report on directors' remuneration. London: Gee & Co.

Greene, W. H. (2008). The econometric approach to efficiency analysis. *The measurement of productive efficiency and productivity growth*, 1(1), 92-250.

Greene, William H. 2012. 'Fixed Effects Vector Decomposition: A Magical Solution to the Problem of Time-invariant Variables in Fixed Effects Models?' *Political Analysis* 19(2):135-46

Greening, D. W., & Turban, D. B. (2000). Corporate social performance as a competitive advantage in attracting a quality workforce. *Business & society*, 39(3), 254-280.

Grossman, Sanford J., and Hart, Oliver D. "Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation." *Bell J. Econ.* 11 (Spring 1980): 42-64.

Gu, Z., & Choi, Y. H. (2004). CEO compensation determinants in the casino industry. *Journal of Hospitality & Tourism Research*, 28(2), 143-155. doi:10.1177/1096348003253090

Hair, J.F.Jr., Anderson, R.E., Tatham, R.L., Black, W.C. (1995). *Multivariate Data Analysis*. 3rd ed., New York: Macmillan.

Hall, B. J., & Liebman, J. B. (1998). Are CEOs really paid like bureaucrats? *The Quarterly Journal of Economics*, 113(3), 653-691. doi:10.1162/003355398555702

Hall, B. J., & Murphy, K. J. (2003). The trouble with stock options. *Journal of economic perspectives*, 17(3), 49-70.

Hampel, S. R. (1998). *Committee on corporate governance: Final report*. London: Gee & Co. Ltd.

Harbord, R. M., & Higgins, J. P. (2008). Meta-regression in Stata. *The Stata Journal*, 8(4), 493-519.

Harris, O., & Glegg, C. (2009). Governance quality and privately negotiated stock repurchases: Evidence of agency conflict. *Journal of Banking & Finance*, 33(2), 317-325.

Hartzell, J. C., & Starks, L. T. (2003). Institutional investors and executive compensation. *The journal of finance*, 58(6), 2351-2374

Hausman, J. A. (1978). Specification tests in econometrics. *Econometrica: Journal of the econometric society*, 1251-1271.

Hayward, M. L., & Hambrick, D. C. (1997). Explaining the premiums paid for large acquisitions: Evidence of CEO hubris. *Administrative science quarterly*, 103-127.

- He, L. (2008). Do founders matter? A study of executive compensation, governance structure and firm performance. *Journal of Business Venturing*, 23(3), 257-279.
- Heckman, J. J. (1979). Statistical models for discrete panel data. *Department of Economics and Graduate School of Business, University of Chicago*
- Herdan, A., & Szczepańska, K. (2011). Directors remuneration and companies' performance the comparison of listed companies in Poland and UK. *Foundations of Management*, 3(2), 41–54. doi:10.2478/v10238-012-0041-8
- Hermalin, B. E., & Wallace, N. E. (2001). Firm performance and executive compensation in the savings and loan industry. *Journal of Financial Economics*, 61(1), 139-170
- Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (1998). Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO. *American Economic Review*, 96-118.
- Heugens, P. P., & Lander, M. W. (2009). Structure! Agency!(and other quarrels): A meta-analysis of institutional theories of organization. *Academy of management journal*, 52(1), 61-85.
- Higgs, D. Review of the role and effectiveness of non-executive directors, 2003. Department for Business, Enterprise and Regulatory Reform.
- Hölmstrom, B. (1979). Moral hazard and observability. *The Bell journal of economics*, 74-91.
- Hong, B., Li, Z., & Minor, D. (2016). Corporate governance and executive compensation for corporate social responsibility. *Journal of Business Ethics*, 136(1), 199-213.
- Hunter, J. E., Schmidt, F. L., & Jackson, G. B. (1982). *Meta-analysis: Cumulating research findings across studies* (Vol. 4). Sage Publications, Inc.
- Husillos, J., González, C. L., & Gil, M. J. Á. (2011). The emergence of triple bottom line reporting in Spain. *Spanish Journal of Finance and Accounting/Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 40(150), 195-219.
- Iamandi, I. E., Constantin, L. G., Munteanu, S. M., & Cernat-Gruici, B. (2019). Mapping the ESG Behavior of European Companies. A Holistic Kohonen Approach. *Sustainability*, 11(12), 3276.
- Ikram, A., Li, Z. F., & MacDonald, T. (2020). CEO Pay Sensitivity (Delta and Vega) and Corporate Social Responsibility. *Sustainability*, 12(19), 7941.
- Institute for Policy Studies (2022) Report of Executive Excess 2022 <https://ips-dc.org/wp-content/uploads/2022/06/report-executive-excess-2022.pdf>
- International Integrated Reporting Council, IIRC, 2013
- Investor Responsibility Research Center & the Sustainable Investments Institute Join Report (2013).
- Izan, H. Y., Sidhu, B., & Taylor, S. (1998). Does CEO pay reflect performance? Some Australian evidence. *Corporate Governance*, 6(1), 39–47. doi:10.1111/1467-8683.00078

Jaiswall, S. S. K., & Bhattacharyya, A. K. (2016). Corporate governance and CEO compensation in Indian firms. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 12(2), 159–175. doi:10.1016/j.jcae.2016.06.001

Javeed, S. A., & Lefen, L. (2019). An analysis of corporate social responsibility and firm performance with moderating effects of CEO power and ownership structure: A case study of the manufacturing sector of Pakistan. *Sustainability*, 11(1), 248

Jefatura del Estado. Ley de 17 de julio de 1951 sobre régimen jurídico de las sociedades anónimas.

Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American economic review*, 76(2), 323-329.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H., (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. doi:10.1016/0304-405X(76)90026-X

Jensen, M. C., & Murphy, K. J., (1990). Performance pay and top-management incentives. *Journal of Political Economy*, 98(2), 225–264. doi:10.1086/261677

Jensen, M. C., (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323–329.

Jensen, M., (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *The Journal of Finance*, 48(3), 831–880. doi:10.1111/j.1540-6261.1993.tb04022.x

Jian, M., & Lee, K. W. (2015). CEO compensation and corporate social responsibility. *Journal of Multinational Financial Management*, 29, 46-65.

Jo, H., & Harjoto, M. A. (2011). Corporate governance and firm value: The impact of corporate social responsibility. *Journal of business ethics*, 103(3), 351-383.

Johnson, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2000). Tunneling. *American economic review*, 90(2), 22-27.

Jones, D. C., & Kato, T. (1996). The determinants of chief executive compensation in transitional economies: Evidence from Bulgaria. *Labour Economics*, 3(3), 319-336.

Jouber, H. (2019). How does CEO pay slice influence corporate social responsibility? US–Canadian versus Spanish–French listed firms. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 26(2), 502-517.

Kaplan, S. N. (1994). Top executive rewards and firm performance: A comparison of Japan and the United States. *Journal of political Economy*, 102(3), 510-546.

Kaplan, S. N. (2008). Are US CEOs Overpaid?. *Academy of Management Perspectives*, 22(2), 5-20.

Karim, K., Lee, E., & Suh, S. (2018). Corporate social responsibility and CEO compensation structure. *Advances in Accounting*, 40, 27-41.

Kato, T. (1997). Chief executive compensation and corporate groups in Japan: New evidence from micro data. *International Journal of Industrial Organization*, 15(4), 455-467.

- Kato, T., & Kubo, K. (2006). CEO compensation and firm performance in Japan: Evidence from new panel data on individual CEO pay. *Journal of the Japanese and International Economies*, 20(1), 1-19.
- Kato, T., Kim, W., & Lee, J. H. (2007). Executive compensation, firm performance, and Chaebols in Korea: Evidence from new panel data. *Pacific-Basin Finance Journal*, 15(1), 36–55. doi:10.1016/j.pacfin.2006.03.004
- Ke, B., Rui, O., & Yu, W. (2012). Hong Kong stock listing and the sensitivity of managerial compensation to firm performance in state-controlled Chinese firms. *Review of Accounting Studies*, 17(1), 166–188.
- Kellermanns, F. W., & Eddleston, K. A. (2006). Corporate entrepreneurship in family firms: A family perspective. *Entrepreneurship theory and practice*, 30(6), 809-830
- Kepes, S., Delery, J., & Gupta, N. (2009). Contingencies in the effects of pay range on organizational effectiveness. *Personnel Psychology*, 62(3), 497-531
- Khan, R., Dharwadkar, R., & Brandes, P. (2005). Institutional ownership and CEO compensation: a longitudinal examination. *Journal of Business Research*, 58(8), 1078-1088.
- Kim, K. A., Kitsabunnarat-Chatjuthamard, P., & Nofsinger, J. R. (2007). Large shareholders, board independence, and minority shareholder rights: Evidence from Europe. *Journal of Corporate Finance*, 13(5), 859-880
- Kirsten, E., & du Toit, E. (2018). The relationship between remuneration and financial performance for companies listed on the Johannesburg Stock Exchange. *South African Journal of Economic and Management Sciences*, 21(1), 1-10.
- Knapp, G., & Hartung, J. (2003). Improved tests for a random effects meta-regression with a single covariate. *Statistics in medicine*, 22(17), 2693-2710.
- La Porta, R. L., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). *Law and finance. Journal of political economy*, 106(6), 1113-1155.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *The journal of finance*, 54(2), 471-517.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). Legal determinants of external finance. *The journal of finance*, 52(3), 1131-1150.
- Lambert, R. A., Larcker, D. F., & Weigelt, K., (1993). The structure of organizational incentives. *Administrative Science Quarterly*, 38(3), 438–461. doi:10.2307/2393375
- Larmou, S., & Vafeas, N. (2010). The relation between board size and firm performance in firms with a history of poor operating performance. *Journal of Management & Governance*, 14(1), 61-85.
- Lazear, E. P., & Rosen, S. (1981). Rank-order tournaments as optimum labor contracts. *Journal of political Economy*, 89(5), 841-864.
- Lee, M. S., & Rogoff, E. G. (1996). Research note: Comparison of small businesses with family participation versus small businesses without family participation: An investigation of

- differences in goals, attitudes, and family/business conflict. *Family Business Review*, 9(4), 423-437.
- Leone, A. J., Wu, J. S., & Zimmerman, J. L. (2006). Asymmetric sensitivity of CEO cash compensation to stock returns. *Journal of accounting and economics*, 42(1-2), 167-192.
- Leuz, C., Nanda, D., & Wysocki, P. D. (2003). Earnings management and investor protection: an international comparison. *Journal of financial economics*, 69(3), 505-527.
- Li, D., Moshirian, F., Nguyen, P., & Tan, L. (2007). Corporate governance or globalization: What determines CEO compensation in China? *Research in International Business and Finance*, 21(1), 32-49. doi:10.1016/j.ribaf.2005.12.003
- Lin, Y. F. (2004). Board control, performance and CEO compensation in Taiwan. *Asian Review of Accounting*, 12(1), 34-47.
- Lin, Y. F., Liao, Y. C., & Chang, K. C. (2011). Firm performance, corporate governance and executive compensation in high-tech businesses. *Total Quality Management*, 22(2), 159-172.
- Lin, Y. F., Yeh, Y. M. C., & Yang, F. M. (2014). Supervisory quality of board and firm performance: a perspective of board meeting attendance. *Total Quality Management & Business Excellence*, 25(3-4), 264-279.
- Lipsey, M. W., & Wilson, D. B. (2001). *Practical meta-analysis*. Sage Publications, Inc.
- López-Iturriaga, F., García-Meca, E., & Tejerina-Gaite, F. (2015). Institutional directors and board compensation: Spanish evidence. *BRQ Business Research Quarterly*, 18(3), 161-173.
- Luo, Y. (2015). CEO power, ownership structure and pay performance in Chinese banking. *Journal of Economics and Business*, 82, 3-16 16. doi:10.1016/j.jeconbus.2015.04.003
- Luo, Y., & Jackson, D. (2011). Executive compensation, ownership structure and firm performance in Chinese financial corporations.
- Maas, K. (2018). Do corporate social performance targets in executive compensation contribute to corporate social performance?. *Journal of Business Ethics*, 148(3), 573-585.
- Mace, M. L. (1971). Directors: Myth and reality.
- Main, B. G., O'Reilly III, C. A., & Wade, J. (1993). Top executive pay: Tournament or teamwork?. *Journal of Labor Economics*, 11(4), 606-628.
- McGuire, J., Dow, S., & Argheyd, K. (2003). CEO incentives and corporate social performance. *Journal of Business Ethics*, 45(4), 341-359.
- McKnight, P. J., & Tomkins, C. (1999). Top executive pay in the United Kingdom: a corporate governance dilemma. *International Journal of the Economics of Business*, 6(2), 223-243. doi:10.1080/13571519984241
- Merhebi, R., Pattenden, K., Swan, P. L., & Zhou, X. (2006). Australian chief executive officer remuneration: pay and performance. *Accounting and Finance*, 46(3), 481-497. doi:10.1111/j.1467-629X.2006.00178.x

- Merino, E., Manzaneque, M., & Banegas, R. (2016). Control of directors' compensation in Spanish companies: Corporate governance and firm performance. In *Performance Measurement and Management Control: Global Issues*, 391–425.
- Merino, E., Manzaneque-Lizano, M., & Sanchez-Araque, J. (2020). Sustainability and Corporate Governance: Transparency and Excessive Directors' Remuneration in Listed Companies during the Global Financial Crisis. *Sustainability*, 12(1), 158.
- Messersmith, J. G., Guthrie, J. P., Ji, Y. Y., & Lee, J. Y. (2011). Executive turnover: The influence of dispersion and other pay system characteristics. *Journal of Applied Psychology*, 96(3), 457.
- Meyer, J. W., & Rowan, B. (1977). Institutionalized organizations: Formal structure as myth and ceremony. *American journal of sociology*, 83(2), 340-363.
- Milbourn, T. T. (2003). CEO reputation and stock-based compensation. *Journal of Financial Economics*, 68(2), 233-262.
- Millar, C. C., Eldomiaty, T. I., Choi, C. J., & Hilton, B. (2005). Corporate governance and institutional transparency in emerging markets. *Journal of business ethics*, 59(1), 163-174.
- Miller, D., & Le Breton-Miller, I. (2005). *Managing for the long run: Lessons in competitive advantage from great family businesses*. Harvard Business Press.
- Mishel, L., & Wolfe, J. (2019). CEO compensation has grown 940% since 1978: Typical worker compensation has risen only 12% during that time. *Economic Policy Institute August 14, 2019* <https://www.epi.org/publication/ceo-compensation-2018/>
- Mitsudome, T., Weintrop, J., & Hwang, L. S. (2008). The relation between changes in CEO compensation and firm performance: A Japanese/American comparison. *Journal of the Japanese and International Economies*, 22(4), 605-619.
- Mizruchi, M. S., & Fein, L. C. (1999). The social construction of organizational knowledge: A study of the uses of coercive, mimetic, and normative isomorphism. *Administrative science quarterly*, 44(4), 653-683
- Montaño Hirose, L. (2010). Cambio y transferencia de modelos organizacionales. In *VI Jornadas de Sociología de la UNLP 9 y 10 de diciembre de 2010 La Plata, Argentina*. Universidad Nacional de La Plata. Facultad de Humanidades y Ciencias de la Educación. Departamento de Sociología.
- Murphy, K. J. (1985). Corporate performance and managerial remuneration: An empirical analysis. *Journal of accounting and economics*, 7(1-3), 11-42.
- Murphy, K. J. (2002). Explaining executive compensation: Managerial power versus the perceived cost of stock options. *U. Chi. l. reV.*, 69, 847
- Murphy, K. J., & Zabochnik, J. (2004). CEO pay and appointments: A market-based explanation for recent trends. *American economic review*, 94(2), 192-196
- Murphy, K., & Conyon, M. (2000). The Prince and the Pauper: CEO Pay in the US and UK.

Murphy, K.J.(2012) Executive compensation: Where we are, and how we got there. *In Handbook of the Economics of Finance; Elsevier: Amsterdam, The Netherlands, 2012; Volume 2, pp. 211–356.*

Nourayi, M. M., & Daroca, F. P. (2008). CEO compensation, firm performance and operational characteristics. *Managerial Finance, 34*(8), 562-584.

Ntim, C. G., Lindop, S., Osei, K. A., & Thomas, D. A. (2015). Executive compensation, corporate governance and corporate performance: a simultaneous equation approach. *Managerial and Decision Economics, 36*(2), 67-96.

O'Reilly III, C. A., & Main, B. G. (2010). Economic and psychological perspectives on CEO compensation: A review and synthesis. *Industrial and corporate change, 19*(3), 675-712.

Ordiozola, M. D., & Baraibar-Diez, E. (2017). Is corporate reputation associated with quality of CSR reporting? Evidence from Spain. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management, 24*(2), 121-132.

OECD (1999,2015), G20/OECD Principles of Corporate Governance, OECD Publishing, Paris.<http://dx.doi.org/10.1787/9789264236882-en>

OECD Survey of Corporate Governance Frameworks in Asia,2018

O'Neill, G. L., & Iob, M. (1999). Determinants of executive remuneration in Australian organizations: An exploratory study. *Asia Pacific Journal of Human Resources, 37*(1), 65–75. doi:10.1177/103841119903700106

O'Reilly III, C. A., Main, B. G., & Crystal, G. S. (1988). CEO compensation as tournament and social comparison: A tale of two theories. *Administrative Science Quarterly, 257-274.*

Organisation for Economic Co-Operation and Development (2009). Corporate governance and the financial crisis, key findings and messages. June.

Ortega, A., de los Angeles Baeza, M., & Vassallo, J. M. (2016). Contractual PPPs for transport infrastructure in Spain: lessons from the economic recession. *Transport reviews, 36*(2), 187-206.

Ozkan, N. (2007). Do corporate governance mechanisms influence CEO compensation? An empirical investigation of UK companies. *Journal of Multinational Financial Management, 17*(5), 349–364. doi:10.1016/j.mulfin.2006.08.002

Ozkan, N. (2011). CEO compensation and firm performance: An empirical investigation of UK panel data. *European Financial Management, 17*(2), 260–285. doi:10.1111/j.1468-036X.2009.00511.x

Pagano, M., & Volpin, P. F. (2005). Managers, workers, and corporate control. *The journal of finance, 60*(2), 841-868.

Parliament of India (2013) Companies Act: mandatory CSR contributions

Parthasarathy, A., Menon, K., & Bhattacharjee, D. (2006). Executive compensation, firm performance and governance: An empirical analysis. *Economic and Political Weekly, 4139–4147.*

- Pearl, J. (2022). Direct and indirect effects. In *Probabilistic and Causal Inference: The Works of Judea Pearl* (pp. 373-392).
- Peng, C. W. (2020). The role of business strategy and CEO compensation structure in driving corporate social responsibility: Linkage towards a sustainable development perspective. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 27(2), 1028-1039.
- Peng, M. W., Sun, S. L., Pinkham, B., & Chen, H. (2009). The institution-based view as a third leg for a strategy tripod. *Academy of Management Perspectives*, 23(3), 63-81.
- Pinillos, A. A., & Fernández, J. L. (2011). De la RSC a la sostenibilidad corporativa: una evolución necesaria para la creación de valor. *Harvard-Deusto Business Review*, 207(1), 5-21.
- Potts, M. (2006). CEO compensation and virtue ethics. In R. W. Kolb(Ed.), *The ethics of executive compensation*. Oxford: Blackwell Publishing Ltd.
- Preston, L. E., & O'bannon, D. P. (1997). The corporate social-financial performance relationship: A typology and analysis. *Business & Society*, 36(4), 419-429.
- PriceWaterhouseCoopers (2017). La retribución de los CEO. Principales tendencias del Middle Market. Retrieved from: <https://www.pwc.es/es/publicaciones/legal-fiscal/assets/retribucion-ceo-middle-market.pdf>
- Pucheta-Martínez, M. C., & Gallego-Álvarez, I. (2021). Do board characteristics drive firm performance? An international perspective. *Review of Managerial Science*, 14(6), 1251-1297.
- Pucheta-Martínez, M. C., & García-Meca, E. (2014). Institutional investors on boards and audit committees and their effects on financial reporting quality. *Corporate Governance: An International Review*, 22(4), 347-363.
- Raithatha, M., & Komera, S. (2016). Executive compensation and firm performance: Evidence from Indian firms. *IIMB Management Review*, 28(3), 160-169.
- Randøy, T., & Nielsen, J. (2002). Company performance, corporate governance, and CEO compensation in Norway and Sweden. *Journal of Management and Governance*, 6(1), 57-81. doi:10.1023/A:1015511912289
- Rashid, A. (2013). Corporate governance, executive pay and firm performance: Evidence from Bangladesh. *International Journal of Management*, 30(2), 556.
- Rashid, A., Shams, S., Bose, S., & Khan, H. (2020). CEO power and corporate social responsibility (CSR) disclosure: does stakeholder influence matter?. *Managerial Auditing Journal*.
- Robins, J. M., & Greenland, S. (1992). Identifiability and exchangeability for direct and indirect effects. *Epidemiology*, 143-155.
- Rosenthal, R. (1979). The file drawer problem and tolerance for null results. *Psychological bulletin*, 86(3), 638.
- Russo, M. V., & Fouts, P. A. (1997). A resource-based perspective on corporate environmental performance and profitability. *Academy of management Journal*, 40(3), 534-559.

- Russo, M. V., & Harrison, N. S. (2005). Organizational design and environmental performance: Clues from the electronics industry. *Academy of Management Journal*, 48(4), 582-593.
- Sabot, Y. (2020). Revisión del Código de Buen Gobierno: Un paso más hacia la digitalización de las sociedades cotizadas en España. *Asociación Española de Compliance-ASCOT*
- Sanchez-Marin, G., & Baixauli-Soler, J. S. (2014). CEO reputation and top management team compensation: The moderating role of corporate governance. *Management Decision*.
- Sanchez-Marin, G., Baixauli-Soler, J. S., & Lucas-Pérez, M. E. (2010). When much is not better? Top management compensation, board structure, and performance in Spanish firms. *The International Journal of Human Resource Management*, 21(15), 2778-2797.
- Sapp, S. G. (2008). The impact of corporate governance on executive compensation. *European Financial Management*, 14(4), 710-746.
- Saravanan, P., Srikanth, M., & Avabruth, S. (2017). Compensation, corporate governance and performance of the Indian family firms. *Social Responsibility Journal*, 2017, 13(3), 529–551.
- Schultz, E., Tian, G. Y., & Twite, G. (2013). Corporate governance and the CEO pay–performance link: Australian evidence. *International Review of Finance*, 13(4), 447–472.
- Schulze, William S., et al. "Agency relationships in family firms: Theory and evidence." *Organization science* 12.2 (2001): 99-116.
- Schwalbach, J. (1990). Small business in German manufacturing. In *The Economics of Small Firms* (pp. 63-76). Springer, Dordrecht.
- Scott, W. R. (1995). Introduction: institutional theory and organizations. *The institutional construction of organizations*, 11-23.
- Sen, S., & Bhattacharya, C. B. (2001). Does doing good always lead to doing better? Consumer reactions to corporate social responsibility. *Journal of marketing Research*, 38(2), 225-243
- Shah, S. Z. A., Javed, T., & Abbas, M. (2009). Determinants of CEO compensation empirical evidence from Pakistani listed companies. *International Research Journal of Finance and Economics*, 32(1), 149–159.
- Sheikh, M. F., Shah, S. Z. A., & Akbar, S. (2018). Firm performance, corporate governance and executive compensation in Pakistan. *Applied Economics*, 50(18), 2012–2027. doi:10.1080/00036846.2017.1386277
- Sheremeta, R. M. (2016). The pros and cons of workplace tournaments. *IZA W*
- Shiv, S. S. K., & Kumar, A. K. (2016). Corporate governance and CEO compensation in Indian firms. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 12(2), 159-175.
- Sigler, K. J., & Carolina, N. (2011). CEO compensation and company performance. *Business and Economics Journal*, 31(1), 1-8.

Smirnova, A. S., & Zavertiaeva, M. A. (2017). Which came first, CEO compensation or firm performance? The causality dilemma in European companies. *Research in International Business and Finance*, 42, 658-673.

Sol, J. (2015) Remuneración y creación de valor: pareja de hecho *El nuevo gobierno corporativo. Análisis de los principios y recomendaciones del Código de Buen Gobierno de las sociedades Cotizadas 22-24. KPMG.*

Stein, G., Susaeta, L., Gallego, M., & Cuadrado, M. (2013). Los consejeros dominicales y la rotación del primer ejecutivo. Evidencias de las empresas cotizadas españolas 2007-2010. *Revista empresa y humanismo*, 33-79.

Su, L. (2012). Managerial compensation structure and firm performance in Chinese PLCs. *Asian Business & Management*, 11(2), 171-193.

Sun, F., Wei, X., & Huang, X., (2013). CEO compensation and firm performance: Evidence from the US property and liability insurance industry. *Review of Accounting and Finance*, 12(3), 252–267.

Sun, S. L., Zhao, X., & Yang, H. (2010). Executive compensation in Asia: A critical review and outlook. *Asia Pacific Journal of Management*, 27(4), 775-802.

Surroca, J., & Tribó, J. A. (2008). Managerial entrenchment and corporate social performance. *Journal of Business Finance & Accounting*, 35(5-6), 748-789.

Tosi, H. L., Werner, S., Katz, J. P., & Gomez-Mejia, L. R., (2000). How much does performance matter? A meta-analysis of CEO pay studies. *Journal of Management*, 26(2), 301–339. doi:10.1177/014920630002600207

Triantis, G. G., & Daniels, R. J. (1995). The role of debt in interactive corporate governance. *Calif. L. Rev.*, 83, 1073.

Unite, A. A., Sullivan, M. J., Brookman, J., Majadillas, M. A., & Taningco, A., (2008). Executive pay and firm performance in the Philippines. *Pacific-Basin Finance Journal*, 16(5), 606–623.

United States Congress (2002). The Sarbanes-Oxley Act of 2002.

United States Congress. (2010). Dodd–Frank wall street reform and consumer protection act.

United States Congress. (2018). Economic Growth, Regulatory Relief, and Consumer Protection Act

Vafeas, N., (1999). Board meeting frequency and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 53(1), 113–142. doi:10.1016/S0304-405X(99)00018-5

Van Essen, M., Otten, J., & Carberry, E. J., (2015). Assessing managerial power theory: A meta-analytic approach to understanding the determinants of CEO compensation. *Journal of Management*, 41(1), 164–202. doi:10.1177/0149206311429378

Van Puyvelde, S., Caers, R., Du Bois, C., & Jegers, M. (2012). Integrating agency theory with stakeholder and stewardship theories. *Nonprofit and voluntary sector quarterly*, 41(3), 431-451.

- Veliyath, R. (1999). Top management compensation and shareholder returns: unravelling different models of the relationship. *Journal of Management Studies*, 36(1), 123-143.
- Vidal-Pardo del Río, M. (2015) El nuevo código de buen gobierno de las sociedades cotizadas *Actualidad jurídica Uría-Menéndez/ 40-2015/ 97-102*
- Villalonga, B., & Amit, R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value?. *Journal of financial Economics*, 80(2), 385-417.
- Wade, J., O'Reilly III, C. A., & Chandratat, I. (1990). Golden parachutes: CEOs and the exercise of social influence. *Administrative Science Quarterly*, 587-603.
- Wang, X., (2010). Increased disclosure requirements and corporate governance decisions: Evidence from chief financial officers in the pre-and post-Sarbanes-Oxley periods. *Journal of Accounting Research*, 48(4), 885–920. doi:10.1111/j.1475-679X.2010.00378.
- Welsh, D. H., Memili, E., Rosplock, K., Roure, J., & Segurado, J. L. (2013). Perceptions of entrepreneurship across generations in family offices: A stewardship theory perspective. *Journal of Family Business Strategy*, 4(3), 213-226.
- Wolf, F. M. (1986). *Meta-analysis: Quantitative methods for research synthesis* (Vol. 59). Sage.
- Wood, D. J. (1991). Social issues in management: Theory and research in corporate social performance. *Journal of Management*, 17(2), 383-406.
- Wooldridge, J. M. (2015). *Introductory econometrics: A modern approach*. Cengage learning.
- Wu, D. M. (1973). Alternative tests of independence between stochastic regressors and disturbances. *Econometrica: journal of the Econometric Society*, 733-750.
- Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of financial economics*, 40(2), 185-211.
- Zajac, E. J. (1998). The symbolic management of stockholders: Corporate governance reform and shareholder reactions. *Administrative Science Quarterly*, 43(1), 127.
- Zhou, W., Georgakopoulos, G., Sotiropoulos, I., & Vasileiou, K. Z. (2011). The impact of executive payment on firm performance of the financial enterprises in China. *Asian Social Science*, 7(8), 65-80.
- Zhou, X. (2000). CEO pay, firm size, and corporate performance: evidence from Canada. *Canadian Journal of Economics/Revue canadienne d'économique*, 33(1), 213-251.
- Zhou, X., (1999). Executive compensation and managerial incentives: A comparison between Canada and the United States¹. *Journal of Corporate Finance*, 5(3), 277–301. doi:10.1016/S0929-1199(99)00008-5