



Gabriel Lozano-Reina
University of Murcia
✉ gabriel.lozano@um.es



Gregorio Sánchez-Marín
University of Murcia
✉ gresanma@um.es



J. Samuel Baixauli Soler
University of Murcia
✉ samuel@um.es

Influence of say-on-pay as a corporate governance mechanism in Spanish listed firms¹

Influencia del say-on-pay como mecanismo de gobierno corporativo en las empresas cotizadas españolas

I. INTRODUCTION

The high compensation received by executives in listed companies, as well as its reduce linkage to business results, is one of the major discussions among academics, legislators, investors, and society as a whole (Murphy, 2013). In addition, there is concern regarding the functioning of traditional corporate governance mechanisms and the distribution of resources within firms, particularly in the wake of the last economic recession, in which the growth of executive compensation was even higher than in periods of economic expansion (Murphy, 2013).

In this context, shareholders have traditionally drawn on monitoring mechanisms to supervise managers' performance and to align the potentially divergent interests of managers and owners. The board of directors – the main body responsible for designing executive compensation – plays a particularly important role at company level (J E Core, Holthausen, & Larcker, 1999), while codes of corporate governance stand out at the institutional level, and include several recommendations to promote greater efficiency, transparency and independence of companies' governing bodies. However, the literature has shown that boards of directors have been only partially successful in achieving more efficient compensation designs and that



EXECUTIVE SUMMARY

Say-on-Pay (SOP) is considered a corporate governance mechanism which allows shareholders to vote on executive compensation in listed firms. Using a sample of 113 Spanish firms from 2011 to 2018, this paper analyzes the main effects of SOP on executive compensation by considering different vote typologies. The paper then empirically examines how implementing SOP affects executive compensation design.

RESUMEN DEL ARTÍCULO

El Say-on-Pay (SOP) es un mecanismo de gobierno corporativo mediante el que los accionistas pueden votar sobre la idoneidad de las retribuciones de los altos directivos de las empresas cotizadas. Usando una muestra de una muestra de 113 empresas españolas en el período 2011-2018, este trabajo analiza los efectos potenciales del SOP en las retribuciones de los altos directivos a la luz de las diferentes tipologías que existen de esta votación para, a continuación, examinar empíricamente cómo las retribuciones de los CEOs de las empresas cotizadas españolas se han visto afectadas desde la implementación del SOP.

**By implementing SOP,
boards of directors
allow shareholders
to vote on the
compensation received
by executives in listed
companies.**

compliance levels with good governance recommendations remain low. As a result, executives (and especially CEOs) have continued to receive high compensation that is not linked to business results (Baixauli-Soler & Sanchez-Marin, 2015).

This low efficiency has promoted the emergence of a new corporate governance mechanism known as Say-on-Pay (SOP), an initiative launched in 2002 by the United Kingdom (UK) with the aim of achieving greater monitoring and transparency of pay design. By implementing SOP, boards of directors allow shareholders to vote on the compensation received by executives in listed companies (Canyon & Sadler, 2010). Following this UK initiative, many countries

have since implemented this type of voting, adopting different typologies which range from the *obligatory* or *voluntary* nature of the vote to the *binding* or *advisory* nature of its outcomes (Lozano-Reina & Sánchez-Marín, 2019).

The effects of SOP on executive compensation have been examined applying a range of theoretical approaches. *Agency theory* has evidenced that SOP increases monitoring and control of compensation, curbing executive power and promoting pay design that is more closely linked to organizational interests (Alissa, 2015; Kimbro & Xu, 2016; Lozano-Reina & Sánchez-Marín, 2019). Other theoretical perspectives, such as *institutional theory*, have shown that

SOP helps to improve compensation efficiency by deinstitutionalizing any inefficient pay practices implemented within companies (Mangen & Magnan, 2012). However, this theoretical framework has alerted to the problem which arises in organizations with over-paid executives when major approval is received in the SOP, since this implies legitimizing such inefficient compensation (Brunarski, Campbell, & Harman, 2015).

Spain is no stranger to this movement. Due to the low alignment between executive compensation and business performance as well as the weak enforcement of recommendations to subject executive compensation to an advisory vote (*Códigos Unificados de Buen Gobierno*, 2006, 2015), legal status must be given to *Law 2/2011, of 4 March, on Sustainable Economy* (2011). This will require companies to take such a vote at the shareholders' annual general meeting. This vote complements traditional corporate governance mechanisms and implies increased shareholder activism. Executives are thus subject to greater monitoring and control (Sanchez-Marin, Lozano-Reina, Baixauli-Soler, & Lucas-Perez, 2017).

The goal of this paper is, on the one hand, to analyze the potential impact of SOP on executive compensation in light of the different contexts and typologies of this vote; and, on the other hand, to examine empirically – based on a sample of 113 Spanish listed firms from 2011 to 2018 – how this vote impacts the design of executive remuneration in Spain. The Spanish context is of particular interest in the study of SOP effectiveness due to the peculiarities of its corporate governance system, which is typical of continental Europe, and is characterized by high ownership concentration, the tight control exercised by owners-executives, and the low influence of minority shareholders (Baixauli-Soler & Sanchez-Marín, 2011, 2015), which is far removed from the corporate governance systems in place in the UK and United States (US), where most SOP analysis has been carried out.

This paper contributes to SOP-related literature in various ways, both in academic as well as business terms. First, the potential efficiency of SOP is globally assessed. We consider its different typologies and contexts as a mechanism of governance and control of executive compensation. We thus provide an overview of SOP effectiveness since it was first implemented (especially vis-à-vis pay design), and focus on how this mechanism has evolved in an effort to optimize its functioning (Lozano-Reina & Sánchez-Marín, 2019). Second, taking a specific sample of Spanish listed companies, this study provides strong evidence which allows the impact of SOP and its adaptation to the requirements of good governance to be assessed – considering the particularities of ownership structure and corporate governance mentioned above. This analysis is of prime interest since there is a need to ascertain whether such voting is performing its goal of monitoring and controlling pay, and given that previous literature has been very scarce in its study of SOP in corporate governance contexts such as Spanish (Sanchez-Marín et al., 2017). This therefore constitutes one of the main challenges facing this work. Finally, in an attempt to ultimately determine in which contexts and under which conditions SOP works best, several recommendations are given for business practice regarding the most appropriate type of SOP in the matter of overpaid executives or the tight control exerted by owner-managers.

After this introduction, the following section discusses the potential strengths and weaknesses of SOP as a corporate governance mechanism, contextualizing our approach according to the different

KEY WORDS

Say-on-Pay; Executive compensation; Shareholder activism; Corporate Governance; Spanish listed firms.

PALABRAS CLAVE

Say-on-Pay; Retribución de altos directivos; Activismo accionarial; Gobierno corporativo; Empresas cotizadas españolas.

typologies and regulations. The particularities of the Spanish corporate governance context are then examined in order to determine how they might influence SOP effectiveness. We then detail the methodology and describe the results to emerge. Finally, the conclusions are presented, and the main implications and recommendations derived from this research are discussed.

2. SAY-ON-PAY AND EXECUTIVE COMPENSATION

2.1. Say-on-Pay boundary and typologies

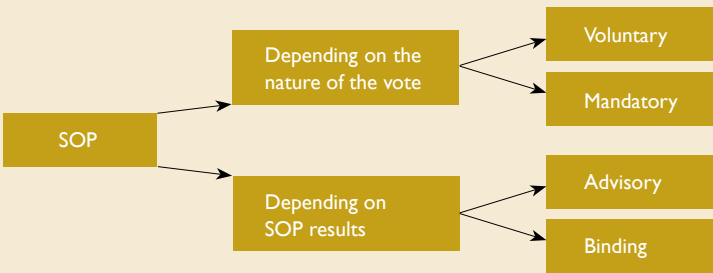
As an alternative mechanism of shareholder activism, SOP seeks to give shareholders greater power over executive compensation design (Conyon & Sadler, 2010; Kimbro & Xu, 2016). By voting (for, against, or by abstaining) at the general meeting, shareholders express their opinion on the pay designs implemented in their firms. This offers them an unprecedented low-cost opportunity to provide periodic feedback to management regarding compensation issues (Gregory-Smith, Thompson, & Wright, 2014). In general, when they are dissatisfied with compensation practices – or even with executive performance –, shareholders show their dissatisfaction by voting against or by abstaining (Hooghiemstra, Kuang, & Qin, 2015). Through SOP, pay designs established in poorly negotiated conditions and/or which fail to reflect shareholder and company interests can be expected to be removed (or at least restricted). Broadly speaking, SOP-related literature indicates that over 90% of shareholders vote in favor of executive compensation, while around 7-10% of shareholders abstain or vote against (Conyon & Sadler, 2010). However, this tendency towards a favorable vote does not imply that the SOP is proving ineffective or that it is failing to influence boards of directors or compensation committees. Some of the explanations that lie behind this high percentage of positive votes are indicated in this study. For example, certain companies make changes to their pay designs prior to the vote taking place in order to secure a favorable result (Balsam, Boone, Liu, & Yin, 2016). In this case, the purpose of SOP is being fulfilled (since pay design efficiency is enhanced), and a positive result in the subsequent vote is being obtained (given the improvements previously implemented). In addition, the literature has pointed out the many advantages of SOP. For example, after conducting the vote, communication



between shareholders and executives – and between shareholders and compensation committees – increases, thereby encouraging the board of directors to break down psychological barriers and to examine with managers – and on behalf of shareholders – the compensation they will receive (Brunarski et al., 2015; Kimbro & Xu, 2016). SOP also promotes compensation efficiency and alignment with business interests in order to avoid any adverse publicity that might stem from a negative SOP result – for both company and managers alike. This ultimately urges executives to act in the company interest (Correa & LeI, 2016; Ferri & Maber, 2013). It has been shown that, in general, executive compensation is lower in countries that have implemented SOP voting, and that this compensation is more closely linked to organizational performance (Correa & LeI, 2016).

However, SOP is by no means a homogeneous mechanism and, as shown in **Figure 1**, there are several typologies, depending on whether voting is voluntary or mandatory for companies, and depending on whether the outcome is binding or merely advisory. As regards the actual voting, it was originally introduced in most countries solely as a good governance recommendation (in Spain, the Unified Codes of Good Governance, 2006, 2015 contained a provision regarding this vote). However, due to their low level of compliance – given the voluntary nature of these recommendations – many countries opted to raise SOP to legal status, making it mandatory, and thus forcing firms to hold a vote. As shown in **Table 1**, while SOP is voluntary in just a few countries (e.g., Canada or Germany), in most it is mandatory (e.g., the UK, the US, Spain, Italy or France) (Stathopoulos & Voulgaris, 2016).

Figure 1. **Typologies of SOP voting.**



SOP outcomes may be advisory or binding for companies – depending on whether they should be taken into account by firms or not. As shown in **Table 1**, SOP is advisory in nature in about half of the countries that have introduced it – such as the UK, the US, Spain, Italy, Australia or Belgium, while it tends to be binding mainly in Nordic countries (Stathopoulos & Voulgaris, 2016). Other countries such as Australia and the UK have also implemented further changes in SOP-related legislation in order to tighten up the voting. In particular, and as a complement to the advisory vote, in 2011 Australia introduced a rule known as the *two-strike rule*, which establishes the obligation to re-elect all company directors who receive dissent equal to or greater than 25% for two consecutive years in the SOP. For its part, the UK is another particular case given that SOP changed from advisory to binding in October (Lozano-Reina & Sánchez-Marín, 2019).

Table 1. **Say-on-Pay evidence depending on its typology.**

SOP TYPOLOGY	COUNTRY AND YEAR OF IMPLEMENTATION	GLOBAL EFFECTIVENESS	MAIN EVIDENCE
Voluntary and advisory	Germany (2010) Canada (2012)	Partial	Some studies indicate that SOP reduces executive compensation (in particular, reducing fixed components and increasing variable ones) (Burns & Minnick, 2013); while others find no significant changes in compensation designs – either in level or pay mix (Cuña, Giné, & Guadalupe, 2016).
Mandatory and advisory	South Africa (2009) Italy (2011) Spain (2011) USA (2011) Belgium (2012) France (2014)	High	Most studies indicate that SOP reduces pay levels as well as controversial pay provisions, encouraging the compensation-business results linkage (Alissa, 2015; Balsam et al., 2016; Ferri & Maber, 2013; Kimbro & Xu, 2016). In contrast, a few studies report no significant changes in compensation designs, or indicate unfavorable consequences associated with SOP (Brunarski et al., 2015; Conyon & Sadler, 2010).
Mandatory and binding	UK (2002) Netherlands (2004) Australia (2005) ⁸ Japan (2005) Sweden (2005) Denmark (2007) Finland (2007) Norway (2007) Switzerland (2007)	High	The literature generally shows a drop in executive pay and an improvement in its link to business results (Borthwick, Jun, & Ma, 2018; Monem & Ng, 2013), as well as an increase in pay transparency (Grosse, Kean, & Scott, 2017). However, Grosse et al. (2017) indicate that certain precautions should be taken when SOP attacks pay packages that have been designed efficiently.

⁸ Despite not actually having a binding SOP, Australia is included in SOP typology since this country introduced a specific provision in 2011 (*two-strike rule*) that toughens up the effects of this voting.
Own elaboration from Lozano-Reina & Sánchez-Marín (2019) and Stathopoulos & Voulgaris (2016)

2.2. Theoretical framework and empirical evidence on Say-on-Pay impact

The literature exploring what impact SOP has on executive compensation design has failed to reach a consensus since, while some studies show it to be an effective mechanism for securing more efficient compensation designs, others report no significant effects or have even been critical thereof (Lozano-Reina & Sánchez-Marín, 2019). **Table 1** shows a summary of the main evidence, classified according to voting typology and indicating the overall effectiveness highlighted by SOP-related literature. As can be seen, when SOP voting is mandatory, the results mostly indicate an improvement in compensation designs (thus SOP effectiveness might be considered high), while this evidence is less conclusive when SOP is voluntary (SOP effectiveness might thus be considered partial). However, there are no major differences between countries that employ advisory SOP and countries which enforce a binding vote (considering SOP effectiveness to be high in both cases). In sum, despite some divergence, most studies are aligned with a favorable vision of SOP, showing that voting is a useful tool for reducing executive compensation and increasing its linkage to business performance (Cai & Walkling, 2011; Correa & Lel, 2016; Kimbro & Xu, 2016).

Evidence positively relating SOP to the design of more efficient compensation has theoretical justification based on *agency theory* (Jensen & Meckling, 1976). On the basis of this theory, owners tend to establish monitoring mechanisms that safeguard their interests and those of the organization. Such mechanisms might include SOP, which counteracts the agency problems derived from the separation between ownership and business management, and whose purpose is, as well as limiting compensation not linked to business results, to promote more pay designs related to company objectives (Lozano-Reina & Sánchez-Marín, 2019). In particular, there are four main theoretical arguments linked to agency theory that support these findings.

First, SOP favors greater transparency and disclosure of executives' pay policies, which reduces information asymmetries and allows shareholders to vote judiciously (Sanchez-Marín et al., 2017). Since shareholders act rationally when casting their vote, they vote against executive compensation not when it is high but when they consider it to be inefficient (Brunarski et al., 2015). In other words, shareholders are able to identify and penalize managers when their compensation



is excessive or not aligned with the firm's interests. This rationality is increased by shareholders' need to solve agency conflicts that exist in any organization (Sanchez-Marin et al., 2017).

Second, the adverse publicity that managers might receive when an unfavorable SOP result is received, together with a possible loss of reputation, influences the design of more efficient compensation (Ertimur, Ferri, & Oesch, 2013). Therefore, although SOP may be purely advisory in nature in certain countries, boards of directors do usually take into account the results obtained. Should they fail to do so, the adverse publicity derived from unfavorable results might continue to undermine business and executive reputation. Third, in addition to promoting a greater link between compensation and firm performance, SOP limits the <<rewards>> received by CEOs in situations of business failure, given that high and inefficient compensation tends to disappear after this new monitoring and control mechanism is implemented (Ferri & Maber, 2013). Fourth, CEO turnover rate is also influenced by SOP results, and is seen to drop when a high level of support is received or when, despite receiving SOP dissent, CEOs take into account shareholders' views (Alissa, 2015).

Institutional theory (Oliver, 1992) is another theoretical framework that supports the positive relationship between SOP and the design of more efficient compensation. This theoretical framework indicates that changes within an organization usually occur when established practices and structures are deinstitutionalized. In particular, the deinstitutionalization of pay practices implies changes in the rules, norms and beliefs governing executive compensation, and requires social, political and functional pressure. In this sense, SOP plays an important role since voting promotes the deinstitutionalization of inefficient compensation practices in favor of designs that are more aligned with organizational interests (in particular, when shareholders show their dissatisfaction through SOP) (Mangen & Magnan, 2012; Sanchez-Marin et al., 2017).

Despite the advantages and pay improvements associated with SOP, voting is by no means a panacea and may prove ineffective when shareholders lack sufficient information, incentives and/or knowledge to sagaciously air their views on executive compensation (Gordon, 2009). In this context, such shareholders would cast their vote without being certain that they are acting according to their interests, given that they may be discouraged from seeking information or may



feel that making the effort required to analyze compensation issues is simply not worth it (Alissa, 2015). Based on these arguments, some shareholders usually vote favorably by default. The influence exerted by certain boards of directors aimed at convincing their shareholders to vote in favor of executive compensation designs might also explain the high percentages of favorable votes reported by SOP-related literature.

However, the adverse effects of SOP do not usually occur in all types of companies, but mainly in businesses that are chiefly controlled by managers (as discussed in the third section), as well as in companies who employ overpaid CEOs, whose inefficient compensation may be legitimized by shareholders. Focusing on this second problematic situation, the literature indicates that in companies with overpaid CEOs a favorable shareholder SOP leads to the compensation packages designed in later years becoming more inefficient, since these managers can take advantage of <<shareholder inaction>> to increase their opportunism as there is little risk of shareholder uprising resulting from an unfavorable SOP. Any inefficient compensation that is legitimized by shareholders is institutionalized and is subsequently difficult to improve. Moreover, it will persist at least at those levels over time within the organization, and will mean that concerted social, functional or political pressures will be required if such institutionalized practices are to be modified (Brunarski et al., 2015; Mangen & Magnan, 2012).

The framework provided by *institutional theory* (Oliver, 1992) indicates that, in an environment which emphasizes the role of shareholders in compensation issues, their compliance through a positive vote suggests that these compensations are established within reasonable limits and in accordance with society's views, even if this is not the case. Moreover, companies that obtain huge support from shareholders, when in fact they should have received little support, also assume negative consequences on their performance (Morgan, Poulsen, & Wolf, 2006). There is thus a need to remain alert to situations such as this since, in addition to losing SOP effectiveness, inefficient compensation designs tend to reduce company value and damage the interests pursued by owners.

In sum, despite the existence of specific situations where SOP effectiveness is limited, there is greater theoretical and empirical support positively relating SOP voting and the design of more efficient compensation. Added to this are the advantages and



improvements to have taken place within organizations, reflected to varying degrees in the different voting typologies. The conclusion may therefore be that SOP is proving to be an effective mechanism for achieving the objective pursued by national legislators, and is complementing traditional corporate governance mechanisms, despite the caution that needs be exercised in some of the particular situations mentioned.

3. THE SAY-ON-PAY IN THE CONTEXT OF SPANISH LISTED FIRMS

SOP effectiveness may be influenced by the corporate governance context. The Spanish corporate governance model, typical of continental Europe, has certain peculiarities that distinguish it from Anglo-American models (in the UK and US), where most SOP studies have been carried out (Stathopoulos & Voulgaris, 2016). Specifically, the Spanish corporate governance model is characterized by high ownership concentration, the existence of cross-participations, low minority shareholder protection, a poorly developed capital market with low liquidity, and the presence of a single structure simultaneously responsible for supervision and control (La Porta, Lopez-De-Silanes, & Shleifer, 1999).

Due to these characteristics, more than the principal-agent conflict (Jensen & Meckling, 1976), it is the principal-principal conflict, which occurs between majority and minority shareholders, that proves particularly significant in Spanish companies. Specifically, due to the high ownership concentration, the type of majority owner is vitally important for executive monitoring and control tasks, which also determines the supervisory effectiveness of boards of directors in relation to executive compensation designs (Baixauli-Soler & Sanchez-Marin, 2015). In addition, because of the inexistence of external corporate governance mechanisms – or market-based mechanisms –, the board of directors is the supervisory mechanism par excellence with regard to compensation issues (Baixauli-Soler, Belda-Ruiz, & Sanchez-Marin, 2015).

Considering, therefore, that the supervisory efficiency of the board of directors in Spanish companies depends on the type of majority owner, it is interesting to see how the effectiveness of this vote might be influenced depending on whether a company is controlled mainly by owners or by managers. *Companies controlled by owners* (i.e.,



owner-controlled companies) are those in which ownership is mainly concentrated in external owners or institutional investors who are not linked to business management. On the other hand, *companies controlled by executives* (i.e., *owner-managed companies*) are those in which ownership is mainly concentrated in the hands of shareholders who, in turn, are linked to business management.

Companies mostly controlled by owners are characterized by strong corporate governance mechanisms and high CEO supervision, which reduces CEO opportunism and facilitates the design of compensation that is closely linked to business results. On the other hand, levels of pay design supervision are more limited in organizations that are mainly controlled by managers. There is also a negative relationship between the percentage of CEO ownership and the supervisory effectiveness exercised, which translates into compensation that is barely linked to company interests (Young, Peng, Ahlstrom, Bruton, & Jiang, 2008). Therefore, while a high degree of ownership concentration in the hands of institutional investors or external owners encourages greater pay alignment (Cai & Walkling, 2011), the lower supervision exercised in manager controlled companies favors a more inefficient pay design. Paradoxically, this is not often translated into higher SOP dissent, since it is the directors-shareholders themselves who are voting on their own remuneration (Conyon & Sadler, 2010).

On the other hand, companies controlled by owners exhibit a greater proportion of independent directors² and a lower presence of duality³ compared to companies controlled by managers. This has its consequences in terms of SOP effectiveness: in companies with a greater presence of independent members within the board, shareholders are more proactive when casting their vote, since they expect these boards to be more receptive to their views (Ertimur et al., 2013). In addition, the low percentages of duality are usually associated with pay designs that are more closely linked to company interests (Correa & LeI, 2016).

In sum, while companies that are mainly controlled by owners are expected to positively contribute to SOP as an effective corporate governance mechanism by favoring compensation which is more closely linked to shareholders and firms' interests, this effectiveness may be blurred in companies that are mainly controlled by managers because, since they are also owners, they have the right to vote on their own compensation. This might be used to design compensation



which maximizes their interests, even if it does not come into line with increasing the company's value.

Based on all of this evidence, and on the Spanish corporate governance context, we develop the empirical part of this paper, the purpose of which is to test to what extent SOP has improved the degree of pay alignment. In other words, we analyze whether SOP helps to enhance the Spanish CEO compensation-organizational interest linkage. Two relevant situations are examined within this context: first, we test whether in companies which have overpaid CEOs, substantial support received in the SOP has a legitimizing effect for compensation that is deemed inefficient, thereby neutralizing the effectiveness of the vote; and, secondly, given the high degree of ownership concentration in Spain, we test to what extent the effectiveness of SOP differs between companies that are controlled by owners and those controlled by managers.



4. METHODOLOGY

4.1. Sample and data

The final sample consists of 113 non-financial companies listed on the Spanish stock market during the period 2011-2018 – after excluding companies for which there was not enough information on SOP and/or compensation issues. The first year is 2011 because individual compensation data are not included in *Directors Compensation Reports* until that year. In any case, data related to SOP voting are not available in reports deposited by firms on the website of the Spanish Securities Market Commission (CNMV) until 2013 – even though this vote came into force in 2011 through the *Law on Sustainable Economy*. It is thus possible to analyze pay designs prior to SOP voting (2011-2013) and designs affected by SOP results (after 2013).

The data used in this work are taken from the information provided by Spanish listed firms in *Directors Compensation Reports* and *Corporate Governance Reports*, published annually by the CNMV. Specifically, compensation data and SOP data are extracted from *Directors Compensation Reports*, while *Corporate Governance Reports* are useful to know who the CEO of each firm is as well as corporate governance characteristics. Economic and financial data are extracted from the SABI database (*Iberian Balance Analysis System*) and Datastream.

4.2. Variables

CEO compensation (R_CEO). This refers to actual compensation received by CEOs. It is measured in two ways: (1) *CEO cash compensation* (R_CEO_EFEC), which is the sum of fixed compensation, short-term variable compensation, long-term variable compensation and payment in kind; and (2) *CEO total compensation* (R_CEO_TOT), which is CEO cash compensation, plus stock options and shares granted as well as long-term incentive plans. In order to achieve lower dispersion, the natural logarithm of compensation variables is calculated (Kimbrow & Xu, 2016).

Efficient CEO compensation (REF_CEO). As shown in Model 1, efficient CEO compensation equals the compensation each CEO should receive taking into account the economic-financial factors stated by Core et al. (1999) – this model being widely used by previous SOP-related literature (Sanchez-Marín et al., 2017).

$$\ln(R_CEO_{it}) = \beta_0 + \beta_1 \cdot \ln(DUR_{it}) + \beta_2 \cdot \ln(VENT_{it-1}) + \beta_3 \cdot ROA_{it} + \beta_4 \cdot ROA_{it-1} + \beta_5 \cdot (REND_{it}) + \beta_6 \cdot (REND_{it-1}) + \beta_7 \cdot (BTM_{it-1}) + n_i + \psi_i + d_t + e_{it}$$

where *CEO compensation* (R_CEO) is measured alternatively as cash compensation (cash C_CEO) and total compensation (total C_CEO); tenure (DUR) is the number of years the CEO has been in office at the end of year *t*. We expect an increase in tenure to indicate an increase in the CEO's influence on the board when designing their compensation (Core et al., 1999); sales (VENT) is the natural logarithm of the company's sales; return on assets (ROA) is calculated as the ratio of net income to the book value of the firm's total assets; stock returns (REND) is calculated as the annual return on shares in each year; and book-to-market (BTM) is measured through the ratio of the company's book value and market value. Finally, we control for each company's industry through dichotomous variables (ψ_i) calculated from the primary Standard Industrial Classification (SIC) associated with each, and we also control the time effect (d_t), again controlled through dichotomous variables.

After estimating efficient CEO compensation, a CEO is considered to be overpaid when his/her efficient compensation is below the median of efficient compensation of the other CEOs (Brunarski et al., 2015). In this sense, a dummy variable is used that takes the value one when a CEO is considered to be overpaid (CEO_SOBRE), and zero otherwise (CEO_EFIC).

Pay alignment (ALIG_CEO). From the actual compensation received by CEOs (R_CEO) and the efficient compensation that they should receive based on the economic-financial determinants

(REF_CEO), a coefficient is calculated that indicates companies' capacity to adjust their CEO pay. In this sense, Model 2 is proposed:

$$ALIG_CEO = \frac{\Delta y_{it}}{\Delta y_{it}^*} = \frac{C_CEO_{it} - C_CEO_{it-1}}{REF_CEO_{it}^* - C_CEO_{it-1}}$$

where: C_CEO_{it} is the observed levels of CEO compensation in year t ; C_CEO_{it-1} is the observed levels of CEO compensation in year $t-1$; and $REF_CEO_{it}^*$ is efficient CEO pay, estimated based on Core et al. (1999, 2008).

Say-on-Pay (SOP). This refers to the percentage of votes (for, against and abstentions) received by shareholders at each general meeting. When shareholders are dissatisfied with executive compensation, they show their dissatisfaction by voting against or by abstaining (Hooghiemstra et al., 2015). Therefore, a voting result is considered "favorable" when a positive vote is received, while it is deemed "unfavorable" when shareholders cast a negative vote or abstain (Conyon & Sadler, 2010; Ferri & Maber, 2013). Based on this, SOP is measured as a continuous variable, considering the percentages of votes in favor, against and abstentions over the total. Thus, the sum of the percentage of negative votes and abstentions is considered to be unfavorable SOP (SOP); while the percentage of positive votes is considered favorable SOP (SOP+) (Conyon & Sadler, 2010; Ferri & Maber, 2013).

Corporate governance. This is measured through the effectiveness of monitoring by the board and the characteristics of the ownership structure. First, *the effectiveness of board monitoring* is measured by two variables: (1) board independence (INDEP), based on the percentage of directors specifically classified as independent⁴, with the literature evidencing its positive relationship to efficient CEO compensation; and (2) duality (DUAL), a dummy variable that equals one when there is duality, and which equals zero otherwise. CEO compensation is expected to be greater and more inefficient when there is duality.

Second, based on *ownership structure*, companies are classified into three types according to their majority owner (Tosi & Gomez-Mejia, 1994): owner-controlled companies (CONTROL_PROP), owner-managed companies (CONTROL_DIR), and manager-controlled companies. Specifically, if an individual or institutional investor owns 5% or more of the company's stock, the classification is CONTROL_PROP. The company is considered as CONTROL_DIR if any manager (including the CEO) owns 5% or more of the



company's stock. If the above criteria are not met, the company is considered to have disperse ownership.

Control variables. In addition to the variables that indirectly control for CEO compensation in Model 1 (i.e., sales, ROA, stock performance or book-to-market), it is necessary to consider the following control variables which the literature has shown to be potential factors influencing CEO compensation: *institutional ownership* (PROP_INST), which is measured through the percentage of ownership held by the institution; *leverage* (LEV), which is calculated as the long-term and current debt divided by the book value of equity, and finally, *cash flow* (CASHFLOW), which is measured as free cash flow divided by firm market value – where free cash flow is measured as cash inflows from the company's operations.

4.3. Models and analysis

A panel data methodology is used to test the proposed models. This methodology is appropriate given that CEOs are heterogeneous. Thus there are several characteristics that are difficult to measure or obtain (such as their skills or abilities). Through this panel data analysis, it is possible to control said unobservable heterogeneity – since results might be biased if this heterogeneity is not taken into account. In addition to being applied to estimate efficient CEO compensation (based on Model 1), this method is also applied to Models 3 and 4.

Model 3 is proposed in order to test the influence of an unfavorable SOP on the degree of compensation alignment. In this sense, the dependent variable is pay alignment (ALIG_CEO) – calculated according to Model 2 –, while independent variables are unfavorable SOP (SOP–), corporate governance variables (INDEP and DUAL) and their interaction with SOP– and, finally, control variables.

$$\begin{aligned}
 ALIG_CEO_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \\
 & \cdot SOP_{it-1}^- + \beta_2 \cdot INDEP_{it} + \beta_3 \cdot DUAL_{it} + \beta_4 \cdot (INDEP_{it} \cdot SOP_{it-1}^-) + \beta_5 \\
 & \cdot (DUAL_{it} \cdot SOP_{it-1}^-) + \beta_6 \cdot Variables\ de\ control_{it} + n_i + \psi_i + d_t + e_{it}
 \end{aligned}$$

In addition, this model is also useful for testing SOP effectiveness based on the majority owner. In this way, our sample is divided into two subgroups: (1) owner-controlled companies (CONTROL_PROP), and (2) owner-managed companies (CONTROL_DIR).

Moreover, Model 4 is proposed to test SOP effectiveness based on



whether the CEO is overpaid or not. In this sense, the sample is again divided into two subgroups: (1) companies whose CEOs are overpaid (CEO_SOBRE), and (2) companies whose CEOs are not overpaid (CEO_EFIC). The dependent variable and independent variables are the same as in Model 3, with the exception of SOP, which is measured in this model as favorable SOP (SOP⁺).

$$\begin{aligned} ALIG_CEO_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \\ & \cdot SOP_{it-1}^+ + \beta_2 \cdot INDEP_{it} + \beta_3 \cdot DUAL_{it} + \beta_4 \cdot (INDEP_{it} \cdot SOP_{it-1}^+) + \beta_5 \\ & \cdot (DUAL_{it} \cdot SOP_{it-1}^+) + \beta_6 \cdot Variables\ de\ control_{it} + n_i + \psi_i + d_t + e_{it} \end{aligned}$$



5. RESULTS

5.1.- Descriptive analysis

Table 2 shows the most important descriptive statistics regarding SOP, CEO compensation, and corporate governance. As regards SOP, a high average participation (almost 80%) of shareholders is observed, a sign that this voting has encouraged shareholder activism. It is also noticeable that over 90% of shareholders usually cast a favorable vote, while around 8-9% show their dissatisfaction through a negative vote or by abstention. On the other hand, given the high ownership concentration (e.g., in the hands of managers) in Spanish listed firms, two additional SOP measures are generated in order to test how the previous percentages are modified when the votes of board members are not considered. As shown in **Table 2**, considering these rectified measures, favorable votes are around 70%, while dissent reaches almost 30% – much higher than the 8% obtained when considering all voting rights.

As regards average CEO compensation, while cash compensation comes to over half a million euros, total compensation exceeds 1.2 million euros. In any case, the high standard deviation values indicate the existence of major pay inequality between CEOs. Specifically, CEOs receive a minimum of just over 10,000 euros. However, their compensation may amount to over 10 million euros. As for corporate governance variables, the average number of independent directors (within the board of directors) is around 38%, although there are still companies where they are absent. Average duality is below 0.5, reflecting that the positions of top manager and chairman of the board of directors tend to be held by different people

Table 2. Descriptive statistics of the main variables (2011-2018).

		MEAN	MEDIAN	STAN- DARD DE- VIATION	MINIMUM	MAXIMUM
SOP ^a	CAST	79.888	80.090	18.586	20.200	100.000
	SOP ⁺	91.751	95.570	12.767	0.000	100.000
	SOP ⁻	8.249	2.430	12.767	0.000	100.000
	SOP ⁺ _RECT	70.531	73.810	22.719	0.000	100.000
	SOP ⁻ _RECT	29.469	26.190	22.719	0.000	100.000
Compensation ^b	R_CEO_EFEC	0.7011	0.5020	0.7806	0.0120	10.4000
	R_CEO_TOT	1.223	0.7120	1.5501	0.0120	14.7000
Corporate governance ^c	INDEP	38.997	38.460	16.427	0.000	100.000
	DUAL	0.382	0.000	0.486	0.000	1.000
	MAJOR_OWNER	1.332	1.000	0.555	1.000	3.000
	PROP_CONSEJ	22.307	15.695	23.736	0.000	95.800
	PROP_EXT	7.059	0.000	12.783	0.000	93.900
	PROP_INST	34.214	29.250	26.083	0.000	99.380

^aSOP is measured through the following variables: CAST, which is the percentage of votes cast over total company voting rights; SOP⁺, which is the percentage of positive votes over total; SOP⁻, which is the sum of the percentage of negative votes and abstentions over total; SOP⁺_RECT, which is the percentage of positive votes over total, discounting the percentage of ownership held by the board of directors; and SOP⁻_RECT, which is the sum of the percentage of negative votes and abstentions, discounting the percentage of ownership held by the board of directors.

^bCompensation is measured in millions of euros, where R_CEO_EFEC is CEO cash compensation and R_CEO_TOT is total CEO compensation.

^cCorporate governance variables are: INDEP, which is measured through the percentage of independent directors in the board of directors; DUAL, which represents duality, measured through a dummy variable, which takes the value 1 if there is duality, and 0 otherwise; MAJOR_OWNER, which is the type of majority owner, also measured with a dummy variable that adopts the value 1 if the main owner is external, 2 if it is a manager, or 3 if the company is characterized by disperse ownership; PROP_CONSEJ, which is the percentage of firm ownership in the hands of the board of directors; PROP_EXT, which is the percentage of firm ownership in the hands of external owners; and PROP_INST, which is the percentage of firm ownership in the hands of institutional owners.

in an effort to ensure greater independence within the organization. In relation to the type of majority owner, results show the existence of a certain balance between companies controlled by owners and companies controlled by managers, although there is a slight predominance of those controlled by owners within the Spanish stock market. Finally, a low percentage of ownership is observed in the hands of external owners (less than 10%), while ownership in the hands of board members and in the hands of institutional investors exceeds 22% and 34%, respectively.

Table 3 shows the correlations between the main variables of this paper. As can be seen, there is a negative and significant correlation between CEO compensation and the percentage of positive votes (i.e., the higher the CEO compensation, the less favorable the number of votes received); whereas this correlation is positive between compensation and dissent, which is consistent with prior SOP-related literature. In addition, there is high correlation between corporate governance variables. The correlation between the rest of the explanatory variables is not high, and no multicollinearity problems are observed.

Table 3. **Correlation between variables (2011-2018).**

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
(1) SOP ⁺	1.000									
(2) SOP ⁻	-1.000***	1.000								
(3) R_CEO_EFEC	-0.137***	0.137***	1.000							
(4) R_CEO_TOT	-0.129***	0.129***	0.908**	1.000						
(5) INDEP	-0.125***	0.125***	0.136**	0.159***	1.000					
(6) DUAL	-0.042	0.042	0.135***	0.173***	0.138***	1.000				
(7) MAJOR_OWNER	0.159***	-0.158***	-0.153***	-0.180***	-0.071	-0.056	1.000			
(8) PROP_CONSEJ	0.229***	-0.229***	-0.089*	-0.104**	-0.253***	-0.066	0.568***	1.000		
(9) PROP_EXT	-0.036	0.036	-0.020	-0.036	-0.154***	-0.131**	-0.342***	-0.198***	1.000	
(10) PROP_INST	0.016	-0.016	-0.111**	-0.120***	-0.057	-0.014	0.007	0.0705	-0.279***	1.000

SOP⁺, which is the percentage of positive votes over the total; SOP⁻, which is the sum of the percentage of negative votes and abstentions over the total; R_CEO_EFEC, which is CEO cash compensation; R_CEO_TOT, which is total CEO compensation; INDEP, which is measured through the percentage of independent directors in the board of directors; DUAL, which represents duality, measured through a dummy variable, which takes the value 1 if there is duality, and 0 otherwise; MAJOR_OWNER, which is the type of majority owner, also measured with a dummy variable that adopts the value 1 if the main owner is external, 2 if it is a manager, or 3 if the company is characterized by disperse ownership; PROP_CONSEJ, which is the percentage of firm ownership in the hands of the board of directors; PROP_EXT, which is the percentage of firm ownership in the hands of external owners; and PROP_INST, which is the percentage of firm ownership in the hands of institutional owners.

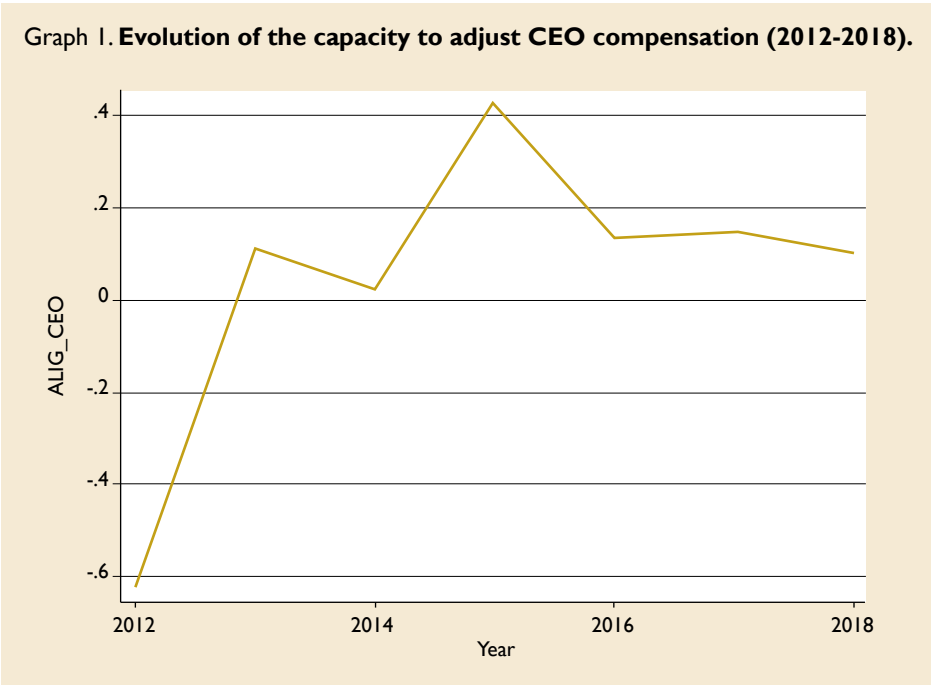
5.2. Efficient compensation estimation

In order to study whether SOP is able to ensure that executive compensation increases its linkage to business results, one key variable is the efficient compensation a CEO should obtain, which is estimated through Model 1, following Core et al. (1999). In general, to estimate this efficient pay, we regress observed CEO compensation on the main pay determinants (i.e., tenure, sales,

ROA, stock performance and book-to-market). After that, it is possible to estimate the value of the *beta coefficients* associated with each determining factor, and then to obtain efficient CEO compensation. After estimating Model 1⁵, we find that the main determining factors of CEO cash compensation are (R_CEO_EFEC): the time the CEO has been in that position in the company, sales, and book-to-market ratio. As regards total CEO pay (R_CEO_TOT), the same above-mentioned determinants are significant, although the stock return for the previous year is also added. Among these, CEO tenure and sales are the determining factors that have the greatest weight in pay package design.

Once efficient CEO compensation is estimated, the degree of compensation alignment (ALIG_CEO) is calculated in accordance with Model 2. Based on this, **Graph 1** shows how the average observed (real) CEO compensation in our sample is annually adjusted to the average efficient (estimated) compensation that they should receive. As can be seen, in 2012 there is a major disconnect between the pay received by each CEO and the respective efficient compensation (also, the degree of pay alignment in this year is the minimum for the period analyzed). However, this trend began to change after that year, influenced by the implementation of SOP. Since then – specifically since 2013 (the first year in which companies had to include SOP results in the reports published on the CNMV website) –, the degree of pay alignment has evolved favorably, reaching the maximum degree of alignment in 2015. Since then, this alignment has stabilized with values close to 0, indicating the equality between observed CEO compensation and efficient CEO compensation. In view of the results offered by this graph, we state that SOP seems to be an effective corporate governance mechanism in Spain as it allows annual CEO compensation received by CEOs of listed companies to align with the value of efficient pay that would result from considering the main economic-financial determinants.





5.3. Panel analysis results

Table 4⁶ shows the impact of SOP dissent on executive compensation design in the following years for Spanish listed firms. As can be seen, previous SOP dissent favors CEO pay in the following year being more closely linked to business interests. We can thus affirm that SOP favors greater pay alignment, which is consistent with the results shown in **Graph 1**. In addition, with regard to board of director effectiveness, duality is seen to have a negative moderating effect on pay alignment. This means that in companies where the same person holds the position of both board chairman and chief executive the degree of compensation alignment is lower. This might be justified based on the greater power that this CEO accumulates when president of the board, since this favors additional rent extractions that are not linked to the firm's economic progress.

The sample is then divided into companies with overpaid CEOs (CEO_SOBRE) and companies with CEOs not considered to be overpaid (CEO_EFIC) in order to analyze whether, in the former, strong SOP support implies legitimizing inefficient compensation, as discussed in the literature section. As shown in **Table 5** (in particular, in the first and second column), in companies with overpaid CEOs,

major approval of CEO pay has a negative impact on the degree of compensation alignment, implying that the real (observed) compensation received by these CEOs is increasingly moving away from the compensation they should actually receive. This legitimizing effect (of inefficient compensation) is consistent with the results reported by other authors in other contexts (Brunarski et al., 2015). In companies that do not have overpaid CEOs, this strong support has no significant effect on the degree of pay alignment, implying that, in this second type of firm, favorable votes do not legitimize compensation that moves away from firm interests – but in fact quite the opposite. Moreover, we note that in companies which do not have overpaid CEOs, the degree of director independence has a positive (direct and moderating) effect on the degree of pay alignment, which ultimately reflects the notion that independence favors more efficient compensation designs.

Table 4. **SOP impact on compensation alignment.**

	ALIG_CEO _{it}
SOP _{it-l}	1.0025**
INDEP _{it}	-0.0330
DUAL _{it}	3.4143
INDEP _{it} * SOP _{it-l}	-0.0129
DUAL _{it} * SOP _{it-l}	-0.5371**
PROP_INST _{it}	-0.0540
LEV _{it}	0.0002
CASHFLOW _{it}	0.0000
Year control	YES
Industry control	YES

p-value: *p<0.10; **p<0.05; ***p<0.01

ALIG_CEO, which is the degree of compensation alignment (i.e., the extent to which CEO compensation is approximated to the efficient pay he/she should receive); SOP⁻, which is the sum of the percentage of negative votes and abstentions over the total; INDEP, which is measured through the percentage of independent directors in the board of directors; DUAL, which represents duality, measured through a dummy variable, which takes the value 1 if there is duality, and 0 otherwise; PROP_INST, which is the percentage of firm ownership in the hands of institutional owners; LEV, which refers to leverage, calculated as the long-term and current debt divided by the book value of equity; and CASHFLOW, which is measured as free cash flow divided by firm market value.

Table 5. **SOP impact on compensation alignment depending on whether the CEO is overpaid or not and depending on the type of majority owner.**

	ALIG_CEO _{it}			
	CEO_EFIC _{it}	CEO_SOBRE _{it}	CONTROL_PROP _{it}	CONTROL_DIR _{it}
SOP ⁺ _{it-1}	-0.9638	-1.6740***		
SOP ⁻ _{it-1}			1.4398**	0.0221
INDEP _{it}	-0.3989	2.5498*	-0.0236	0.0198
DUAL _{it}	-47.685	-68.719	56.073	0.4766
INDEP * SOP ⁺ _{it-1}	0.0058	0.0240*		
DUAL * SOP ⁺ _{it-1}	0.9672	0.6339		
INDEP * SOP ⁻ _{it-1}			0.0198*	0.0003
DUAL * SOP ⁻ _{it-1}			-0.8249**	-0.0483
PROP_INST _{it}	-0.3498	0.0234	-0.0928	0.0071
LEV _{it}	0.0001	0.0062	0.0005	0.0000
CASHFLOW _{it}	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Year control	YES	YES	YES	YES
Industry control	YES	YES	YES	YES

p-value: *p<0.10; **p<0.05; ***p<0.01

ALIG_CEO, which is the degree of compensation alignment (i.e., the extent to which CEO compensation is approximated to the efficient pay he/she should receive); CEO_EFIC, which refers to the subsample of CEOs that are not considered to be overpaid; CEO_SOBRE, which refers to the subsample of CEOs that are considered to be overpaid; CONTROL_PROP, which refers to companies that are mainly controlled by owners; CONTROL_DIR, which refers to companies that are mainly controlled by managers; SOP⁺, which is the percentage of positive votes over the total; SOP⁻, which is the sum of the percentage of negative votes and abstentions over the total; INDEP, which is measured through the percentage of independent directors in the board of directors; DUAL, which represents duality, measured through a dummy variable, which takes the value 1 if there is duality, and 0 otherwise; PROP_INST, which is the percentage of firm ownership in the hands of institutional owners; LEV, which refers to leverage, calculated as the long-term and current debt divided by the book value of equity; and CASHFLOW, which is measured as free cash flow divided by firm market value.

Finally, given the high level of ownership concentration in a model of corporate governance that is typical of continental Europe – such as in Spain –, analyzing the impact of SOP voting on pay alignment depending on the majority owner is of great interest. In particular, a distinction is drawn between companies mainly controlled by owners (CONTROL_PROP) and companies mainly controlled by managers (CONTROL_DIR)⁷. As stated in **Table 5** (in particular, in the third and fourth column), while SOP continues to be effective in companies controlled by owners – since dissent in the previous year favors greater pay alignment in the subsequent year –, in companies controlled by executives, SOP loses its effectiveness. Thus, voting dissent does not impact compensation designs in

the years following. In this way, we affirm that the power exerted by these executive-shareholders makes compensation designs far from efficient, and that SOP is not useful vis-à-vis promoting compensation that is linked to firm interests. We also note that, in companies mainly controlled by owners, the degree of board independence positively moderates the impact of an unfavorable SOP on pay alignment, while the existence of duality has the opposite moderating effect, similar to the results shown in **Table 4**. Furthermore, in companies mainly controlled by managers, the moderating effects related to corporate governance are not significant.

6. CONCLUSIONS AND PRACTICAL IMPLICATIONS

SOP emerges as a result of the low effectiveness shown by traditional corporate governance mechanisms – in particular, the board of directors – and due to the low level of compliance with the recommendations set out in corporate governance codes. Its main purpose is to complement the above mechanisms and to encourage greater pay monitoring and control by shareholders (Sanchez-Marín et al., 2017; Stathopoulos & Voulgaris, 2016). In this sense, this study globally assesses the potential effectiveness of SOP as a governance mechanism, considering its different typologies and contexts. In this sense, and using a sample of 113 Spanish listed firms from 2011 to 2018, strong evidence is provided that allows the impact of SOP on the design of CEO compensation to be assessed in the context of Spanish listed companies, taking into special consideration the particularities of the Spanish corporate governance model.

Despite showing a certain degree of divergence, the evidence obtained thus far mostly indicates that SOP has a favorable impact on designing compensation that is more linked to company interests, in addition to promoting greater pay transparency and disclosure (Lozano-Reina & Sánchez-Marín, 2019), and which is theoretically supported by several positive arguments from *agency theory* and *institutional theory*. However, there is no uniform typology of SOP, with each country implementing the particular type it feels to be most appropriate to fulfil the purpose sought by this mechanism. In general, mandatory and consultative SOP is the most widespread type among countries (Stathopoulos & Voulgaris, 2016). However,



a tendency towards tightening this legislation is emerging, either by introducing complementary rules to this voting (e.g., in Australia), or by raising the consultative nature so as to make it binding (e.g., the UK) (Lozano-Reina & Sánchez-Marín, 2019).

After carrying out the empirical analysis in the Spanish context, we conclude that the SOP dissent shown by shareholders favors CEO pay in subsequent years becoming more closely linked to business performance, a result which is consistent with prior evidence (e.g., Alissa, 2015; Correa & LeI, 2016; Ferri & Maber, 2013; Sanchez-Marín et al., 2017). However, this study makes a more precise analysis of SOP effectiveness by considering the specific evolution of the degree of pay alignment and by showing that, after implementing SOP, the compensation received by CEOs is growing ever closer to levels of efficient pay. It can therefore be affirmed that SOP is an effective mechanism in Spain for reducing inefficient CEO pay and for increasing its linkage to organizational results, as sought by legislation when it was included in corporate governance laws. By focusing on Spain, in this paper an important gap is covered with regard to exploring corporate governance contexts which have thus far received scant attention, such as the continental model (Stathopoulos & Voulgaris, 2016), and evidence of great interest is provided within this research field.

However, it should be borne in mind that SOP is by no means a panacea. Caution should thus be exercised in certain situations, as manifested throughout this study. In particular, its effectiveness is called into question both in companies controlled by managers, since this voting's effectiveness in companies controlled by owners is neutralized, and in companies with overpaid CEOs when substantial approval is received, since SOP helps legitimize this inefficient pay. Our results thus complement those obtained by Brunarski et al. (2015) and Sanchez-Marín et al. (2017). In companies controlled by executives, it is clear how SOP fails to act as an appropriate mechanism for control and monitoring, and its effects become blurred as a result of ownership concentration in the hands of managers. Moreover, in companies with overpaid CEOs, the legitimization received by shareholders only serves to weaken the degree of pay alignment year after year, thereby increasing agency costs. As a result, alternative tools whose ultimate goal is to reduce managerial power and complement existing mechanisms for increasing independence and monitoring in firms must clearly be sought.



6.1. Implications and practical recommendations

The findings shown in this paper have a number of practical implications: firstly, shareholders may contribute through their vote to design more efficient compensation for their executives. In this sense, it is important that shareholders inform themselves before casting their vote, in order to reasonably assess whether the compensation received by their CEOs is efficient or not. Should said pay not be efficient, there is a danger of legitimizing inefficient compensation if a positive vote is cast, which would distort the spirit of SOP. Thus, this *more negative view of SOP* must act as a kind of <<wake-up call>> for shareholders. Secondly, since it is clear that SOP has a generally positive impact on the design of more efficient pay, firms should design compensation that is more closely linked to company interests from the very outset in order to avoid having to do so in the future after receiving SOP dissent that might trigger unwanted consequences (e.g., negative publicity, loss of reputation, turnover of competent managers or high expenses arising from changes in pay packages). Thirdly, in Spain, where SOP effectiveness is conditioned by ownership structure, the debate continues regarding the problem which affects companies that are mainly controlled by managers, and where there is little independence and control. Further efforts are therefore necessary to increase the weight of minority shareholders – who today still lack adequate protection in Spain.

In addition to the above implications, our results also provide for other interesting practical recommendations: firstly, it is important to link compensation designs to companies' economic progress, where considering some of the economic-financial indicators proposed by Core et al. (1999) might prove relevant. Although sensitivity towards increasing pay-for-performance has been heightened in the wake of the last recession – where the tenuous link between executive pay and firm performance was brought to light – new efforts are still needed to ensure that this linkage becomes a reality in many organizations. Additionally, through this relationship, managers are encouraged to focus on maximizing company value and aligning their interests with those of owners. Secondly, given the important role that boards and compensation committees play in pay designs, it is necessary to guarantee their independence as well as the representation and consideration of all stakeholders' interests. In particular, the interests of minority shareholders should be taken





into account in these governing bodies, since they have traditionally been affected by their decisions. Thirdly, more than the question of whether SOP results are consultative or binding, the existence of a balanced, strong and independent corporate governance structure is of greater importance. Should this not be the case, the recent regulatory efforts will prove ineffective in the long term, and will be reduced to mere <<window dressing>>. A stronger corporate governance structure, with either an advisory or a binding vote, would pursue the same aim: improved compensation designs. Finally, in an environment where corporate social responsibility and transparency are of major importance, SOP should provide the necessary drive to remove the outmoded opacity and lack of disclosure that has traditionally characterized pay designs.

Finally, the main limitations and, therefore, future lines of research are as follows: first, the time period needs to be expanded in future studies in order to verify whether the changes adopted by companies, in firms where SOP results are not favorable, actually lead to this greater pay alignment becoming institutionalized in companies, and thus fostering favorable SOP results in subsequent voting. Secondly, this paper focuses on Spain: as a result, our sample size is small compared to other countries due to the low number of non-financial companies listed on the Spanish stock market. Replicating this research in other contexts would therefore prove interesting, particularly where there is little or no evidence concerning SOP effectiveness (e.g., in Nordic countries, Japan or South Africa). Thirdly, this study considers the effects of boards of directors and ownership structure on the relationship between SOP and compensation design. Subsequent inquiry should consider other governance mechanisms that may temper the effectiveness of this voting, in addition to paying special attention to companies controlled by managers – where lack of independence and control remains latent, and which negatively affects efficient pay design. In particular, this aspect is particularly relevant in corporate governance models such as Spain's, which are characterized by high ownership concentration (Baixauli-Soler and Sánchez-Marín, 2011, 2015). Future research should thus focus on this issue by investigating whether a different configuration and nature of SOP is able to enhance the effectiveness of this vote, or by implementing alternative mechanisms that allow the individualistic and opportunistic behavior of managers in these companies to be curbed.

REFERENCES

- Alissa, W. (2015). Boards' response to shareholders' dissatisfaction: The case of shareholders' Say on Pay in the UK. *European Accounting Review*, 24(4), 727–752. <https://doi.org/10.1080/09638180.2015.1058719>
- Baixauli-Soler, J. S., Belda-Ruiz, M., & Sanchez-Marin, G. (2015). Executive stock options, gender diversity in the top management team, and firm risk taking. *Journal of Business Research*, 68(2), 451–463. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2014.06.003>
- Baixauli-Soler, J. S., & Sanchez-Marin, G. (2011). Organizational governance and TMT pay level adjustment. *Journal of Business Research*, 64(8), 862–870. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2010.09.011>
- 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. <https://doi.org/10.1007/s11846-014-0122-z>
- Balsam, S., Boone, J., Liu, H., & Yin, J. (2016). The impact of say-on-pay on executive compensation. *Journal of Accounting and Public Policy*, 35(2), 162–191. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2015.11.004>
- Borthwick, J., Jun, A., & Ma, S. (2018). Changing board behaviour: The role of the 'Two Strikes' rule in improving the efficacy of Australian Say-on-Pay. *Accounting & Finance*. <https://doi.org/10.1111/acfi.12381>
- Brunarski, K. R., Campbell, T. C., & Harman, Y. S. (2015). Evidence on the outcome of Say-On-Pay votes: How managers, directors, and shareholders respond. *Journal of Corporate Finance*, 30, 132–149. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.12.007>
- Burns, N., & Minnick, K. (2013). Does say-on-pay matter? Evidence from say-on-pay proposals in the United States. *Financial Review*, 48(2), 233–258. <https://doi.org/10.1111/fire.12002>
- Cai, J., & Walkling, R. A. (2011). Shareholders' say on pay: Does it create value? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 46(2), 299–339. <https://doi.org/10.1017/S0022109010000803>
- Código Unificado de Buen Gobierno. (2006). CNMV. Madrid.
- Código Unificado de Buen Gobierno. (2015). CNMV. Madrid.
- Conyon, M., & Sadler, G. (2010). Shareholder voting and Directors' Remuneration Report Legislation: Say on Pay in the UK. *Corporate Governance*, 18(4), 296–312. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2010.00802.x>
- 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. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(98\)00058-0](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(98)00058-0)
- Core, John E, Guay, W., & Larcker, D. F. (2008). The power of the pen and executive compensation. *Journal of Financial Economics*, 88(1), 1–25. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.05.001>
- 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. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2016.09.003>
- Cuñat, V., Giné, M., & Guadalupe, M. (2016). Say pays! Shareholder voice and firm performance. *Review of Finance*, 20(5), 1799–1834. <https://doi.org/10.1093/rof/rfv056>
- Ertimur, Y., Ferri, F., & Oesch, D. (2013). Shareholder votes and proxy advisors: Evidence from say on pay. *Journal of Accounting Research*, 51(5), 951–996. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12024>
- Ferri, F., & Maber, D. A. (2013). Say on pay votes and CEO compensation: Evidence from the UK. *Review of Finance*, 17(2), 527–563. <https://doi.org/10.1093/rof/rfs003>
- Gordon, J. N. (2009). Say on pay: Cautionary notes on the UK experience and the case for shareholder opt-in. *Harvard Journal on Legislation*, 46(2), 323–367.
- Gregory-Smith, I., Thompson, S., & Wright, P. W. (2014). CEO pay and voting dissent before and after the crisis. *Economic Journal*, 124(574). <https://doi.org/10.1111/ecco.12108>
- Grosse, M., Kean, S., & Scott, T. (2017). Shareholder say on pay and CEO compensation: three strikes and the board is out. *Accounting and Finance*, 57(3), 701–725. <https://doi.org/10.1111/acfi.12176>





Hooghiemstra, R., Kuang, Y. F., & Qin, B. (2015). Say-on-Pay votes: The role of the media. *European Accounting Review*, 24(4), 753–778. <https://doi.org/10.1080/09638180.2015.1034152>

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)

Kimbro, M. B., & Xu, D. (2016). Shareholders have a say in executive compensation: Evidence from say-on-pay in the United States. *Journal of Accounting and Public Policy*, 35(1), 19–42. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2015.08.003>

La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance*, 54(2), 471–517. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00115>

Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible. (2011). Madrid.

Lozano-Reina, G., & Sánchez-Marín, G. (2019). Say on pay and executive compensation: A systematic review and suggestions for developing the field. *Human Resource Management Review*. <https://doi.org/10.1016/j.hrmr.2019.01.004>

Mangen, C., & Magnan, M. (2012). Say on Pay: A wolf in sheep's clothing? *Academy of Management Perspectives*, 26(2), 86–104. <https://doi.org/10.5465/amp.2010.0098>

Monem, R., & Ng, C. (2013). Australia's "two-strikes" rule and the pay-performance link: Are shareholders judicious? *Journal of Contemporary Accounting and Economics*, 9(2), 237–254. <https://doi.org/10.1016/j.jcae.2013.10.002>

Morgan, A., Poulsen, A., & Wolf, J. (2006). The evolution of shareholder voting for executive compensation schemes. *Journal of Corporate Finance*, 12(4), 715–737. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2005.06.001>

Murphy, K. J. (2013). Executive compensation: Where we are, and how we got there. In G. Constantinides, M. Harris, & R. Stulz (Eds.), *Handbook of the economics of finance* (2A ed.). New York: Elsevier Science North Holland.

Oliver, C. (1992). The antecedents of desinstitutionalization. *Organization Studies*, 13(4), 563–588. <https://doi.org/10.1177/017084069201300403>

Sánchez-Marín, G., Lozano-Reina, G., Baixauli-Soler, J. S., & Lucas-Pérez, M. E. (2017). Say on pay effectiveness, corporate governance mechanisms, and CEO compensation alignment. *BRQ Business Research Quarterly*, 20(4). <https://doi.org/10.1016/j.brq.2017.07.001>

Stathopoulos, K., & Voulgaris, G. (2016). The importance of shareholder activism: The case of Say-on-Pay. *Corporate Governance: An International Review*, 24(3), 359–370. <https://doi.org/10.1111/corg.12147>

Tosi, H. L., & Gomez-Mejia, L. R. (1994). CEO compensation monitoring and firm performance. *Academy of Management Journal*, 37(4), 1002–1016. <https://doi.org/10.2307/256609>

Young, M. N., Peng, M. W., Ahlstrom, D., Bruton, G. D., & Jiang, Y. (2008). Corporate governance in emerging economies: A review of the principal-principal perspective. *Journal of Management Studies*, 45(1), 196–220. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2007.00752.x>

NOTES

1. **Acknowledgments.** This work was supported by the Spanish Ministry of Science, Innovation and Universities (under Projects ECO2014-54301-P and ECO2017-84209-P), the University of Murcia (under the FPU program), and the *Fundación Cajamurcia*.
2. Independent directors are those who are chosen to perform their duties without being conditioned by any relationship with the company or its directors.
3. Duality refers to the same person coinciding in the following positions: executive director and chairman of the board of directors.
4. Directors expressly classified as independent exclude directors classified as “executive”, “dominical” and “other external”.
5. The results related to estimating the main economic-financial determinants of cash CEO compensation and total CEO compensation are available from the authors upon request.
6. To simplify the results shown in Tables 4 and 5, only the results regarding total CEO compensation are provided in this paper. Results considering cash CEO compensation as a dependent variable (which are quite similar) are available from the authors upon request.
7. After the corresponding classification, of the 113 companies that make up the sample, 58 firms are classified as controlled by owners, 52 firms are classified as controlled by managers, and three firms are classified as dispersed ownership. In particular, these last three dispersed ownership firms are not considered for this specific estimation.





Gabriel Lozano-Reina
Universidad de Murcia
✉ gabriel.lozano@um.es



Gregorio Sánchez-Marín
Universidad de Murcia
✉ gresanma@um.es



J. Samuel Baixauli Soler
Universidad de Murcia
✉ samuel@um.es

Influencia del say-on-pay como mecanismo de gobierno corporativo en las empresas cotizadas españolas¹

Influence of say-on-pay as a corporate governance mechanism in Spanish listed firms

I. INTRODUCCIÓN

Las elevadas retribuciones de los directivos de las empresas cotizadas, así como su escasa vinculación a los resultados empresariales, constituye uno de los grandes debates existentes entre académicos, legisladores, inversores y la sociedad en general (Murphy, 2013). A este debate se une la preocupación existente por el funcionamiento de los mecanismos tradicionales de gobierno corporativo y por la distribución de los recursos en las empresas, especialmente a partir de la última recesión económica, en la que el crecimiento de las retribuciones de los directivos ha sido incluso superior que en épocas de expansión económica (Murphy, 2013).

En este contexto, los accionistas han dispuesto tradicionalmente de mecanismos de control para supervisar la actuación de los directivos y conseguir alinear los divergentes intereses de directivos y propietarios. Especial trascendencia tienen, a nivel de empresa, el consejo de administración —órgano responsable del diseño de las retribuciones de los altos directivos— (Core, Holthausen, & Larcker, 1999) y, a nivel institucional, los códigos de buen gobierno —que recogen un conjunto de recomendaciones para fomentar una mayor



RESUMEN DEL ARTÍCULO

El Say-on-Pay (SOP) es un mecanismo de gobierno corporativo mediante el que los accionistas pueden votar sobre la idoneidad de las retribuciones de los altos directivos de las empresas cotizadas. Usando una muestra de una muestra de 113 empresas españolas en el periodo 2011-2018, este trabajo analiza los efectos potenciales del SOP en las retribuciones de los altos directivos a la luz de las diferentes tipologías que existen de esta votación para, a continuación, examinar empíricamente cómo las retribuciones de los CEOs de las empresas cotizadas españolas se han visto afectadas desde la implementación del SOP.

EXECUTIVE SUMMARY

Say-on-Pay (SOP) is considered a corporate governance mechanism which allows shareholders to vote on executive compensation in listed firms. Using a sample of 113 Spanish firms from 2011 to 2018, this paper analyzes the main effects of SOP on executive compensation by considering different vote typologies. The paper then empirically examines how implementing SOP affects executive compensation design.

eficacia, transparencia e independencia de los órganos de gobierno de las empresas—. Sin embargo, la literatura evidencia que los consejos de administración han sido ineficientes en lograr diseños retributivos más eficientes y que el nivel de cumplimiento de las recomendaciones de buen gobierno ha sido escaso, motivos por los que los altos directivos (y, en especial, los CEOs) han seguido recibiendo elevadas retribuciones que no se alinean con el devenir de las organizaciones (Baixauli-Soler & Sanchez-Marin, 2015).

Esta escasa eficiencia ha originado la aparición de un nuevo mecanismo de gobierno corporativo, conocido como Say-on-Pay (SOP), que se trata de una iniciativa puesta en marcha en el año 2002 por

el Reino Unido con el objetivo de lograr un mayor control y transparencia retributiva. Mediante el SOP se insta a los consejos de administración a someter a votación, por parte de los accionistas, las retribuciones de los altos directivos de las empresas cotizadas (Conyon & Sadler, 2010). Desde 2002, multitud de países han seguido los pasos del Reino Unido y han implementado esta votación en las organizaciones, adoptando diversas tipologías que van desde la *obligatoriedad* u *voluntariedad* de la votación hasta la naturaleza *vinculante* o *consultiva* de sus resultados (Lozano-Reina & Sánchez-Marín, 2019).

En general, los efectos del SOP en las retribuciones de los altos directivos han sido analizados desde diferentes enfoques teóricos. Por un lado, desde la teoría de la agencia

se ha argumentado y evidenciado que el SOP consigue aumentar la supervisión y el control de las retribuciones, limitando el poder de los directivos y fomentando diseños retributivos más vinculados a los intereses organizacionales (Alissa, 2015; Kimbro & Xu, 2016; Lozano-Reina & Sánchez-Marín, 2019). Por otra parte, desde otras perspectivas teóricas, como la teoría institucional, se ha puesto de manifiesto que el SOP contribuye a mejorar la eficiencia retributiva a través de la desinstitucionalización de las prácticas retributivas ineficientes implementadas en las empresas (Mangen & Magnan, 2012). Sin embargo, este marco teórico alerta de la problemática que surge en organizaciones con directivos sobrerremunerados cuando se recibe una elevada aprobación en el SOP, dado que ello implica la legitimación de esas retribuciones ineficientes (Brunarski, Campbell, & Harman, 2015).

España no es ajena a este movimiento y debido, por una parte, a

Mediante el SOP se insta a los consejos de administración a someter a votación, por parte de los accionistas, las retribuciones de los altos directivos de las empresas cotizadas.

la baja alineación evidenciada entre la retribución de los altos directivos y los resultados empresariales; y, por otra, al escaso cumplimiento de la recomendación de someter a votación consultiva la retribución (contenida en los *Códigos Unificados de Buen Gobierno*, 2006, 2015), se ve en la necesidad de elevar dicha recomendación a rango legal a través de la *Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible* (2011); exigiéndose, de este modo, que las empresas realicen anualmente esta votación en junta general de accionistas, sin perjuicio de que sus resultados tengan carácter consultivo. Esta votación viene a complementar a los mecanismos tradicionales de gobierno corporativo e implica un aumento del activismo accionarial, así que los ejecutivos estarán sometidos a un mayor control y supervisión (Sanchez-Marin, Lozano-Reina, Baixauli-Soler, & Lucas-Perez, 2017).

Con estas consideraciones, el objetivo de este trabajo es, por una parte, analizar el potencial impacto del SOP en las retribuciones de los altos directivos a la luz de los diferentes contextos y tipologías de implantación de esta votación y, por otra parte, examinar empíricamente –sobre una muestra de 113 empresas españolas cotizadas durante el periodo 2011-2018– la influencia que ha tenido la implementación del SOP en el diseño de las retribuciones de los altos directivos de las sociedades cotizadas españolas. El contexto español es de especial interés en la investigación sobre la eficiencia del SOP debido a las peculiaridades de su sistema de gobierno corporativo, propio de la Europa Continental –caracterizado por la elevada concentración de propiedad de las corporaciones, el significativo control ejercido por propietarios-directivos y la escasa influencia de accionistas minoritarios (Baixauli-Soler & Sanchez-Marin, 2011, 2015)–, que dista mucho del sistema de gobierno de Estados Unidos (EE. UU.) y Reino Unido donde, mayoritariamente, el SOP ha sido implantando y analizado.

Con este trabajo se pretenden contribuir en diferentes ámbitos, tanto académicos como de práctica empresarial. En primer lugar, se valora globalmente la potencial eficiencia del SOP, considerando sus distintas tipologías y contextos, como mecanismo de gobierno y de control de las retribuciones de los altos directivos. De este modo, se sintetiza la efectividad del SOP (especialmente, en el diseño de retribuciones) desde su implementación, incidiéndose en la evolución que este mecanismo viene desempeñando con la finalidad de optimizar su funcionamiento (Lozano-Reina & Sánchez-Marín, 2019).

PALABRAS CLAVE

Say-on-Pay; Retribución de altos directivos; Activismo accionarial; Gobierno corporativo; Empresas cotizadas españolas.

KEY WORDS

Say-on-Pay; Executive compensation; Shareholder activism; Corporate Governance; Spanish listed firms.

En segundo lugar, en el ámbito de las empresas españolas cotizadas, se aportan sólidas evidencias que permiten valorar el impacto del SOP y su adecuación a las exigencias del buen gobierno, considerando las particularidades de la estructura de propiedad y gobierno corporativo mencionadas anteriormente. Es de gran interés este análisis dado que es pertinente saber si este mecanismo está desempeñando su función de control y supervisión retributiva, y la literatura previa ha sido muy escasa en el estudio de contextos de gobierno corporativo como el español (Sanchez-Marin et al., 2017), lo que constituye uno de los principales retos de este trabajo. Finalmente, se aportan recomendaciones para la práctica empresarial en relación con la naturaleza más apropiada del SOP en ámbitos de alta sobrecompensación de los altos directivos o de elevado control de propietarios-directivos con la finalidad última de saber en qué contextos y en qué condiciones en SOP funciona mejor.

Para abordar estos objetivos, tras esta introducción, en el siguiente apartado se analizan las potenciales fortalezas y debilidades del SOP como mecanismo de gobierno corporativo, contextualizando en función de las diferentes tipologías y normativas existentes. A continuación, se examinan las particularidades del contexto español de gobierno corporativo y como las mismas pueden influir en la eficiencia del SOP. Seguidamente, se describe y detalla la metodología del estudio empírico y se describen los resultados obtenidos. Por último, se exponen las conclusiones y se discuten las principales implicaciones y recomendaciones derivadas de esta investigación.



2. SAY-ON-PAY Y RETRIBUCIÓN DE LOS ALTOS DIRECTIVOS

2.1. Delimitación y tipologías del Say-on-Pay

El SOP, como mecanismo alternativo de activismo accionarial, pretende dar un mayor poder a los accionistas sobre el diseño de las retribuciones de sus altos directivos (Conyon & Sadler, 2010; Kimbro & Xu, 2016). A través de su voto (a favor, en contra o abstención), los accionistas expresan en junta general su opinión sobre los diseños retributivos existentes en su organización, ofreciéndoles una oportunidad sin precedentes, y de bajo coste, para proporcionar un *feedback* periódico a la gerencia dentro del ámbito retributivo (Gregory-Smith, Thompson, & Wright, 2014). En general, cuando no

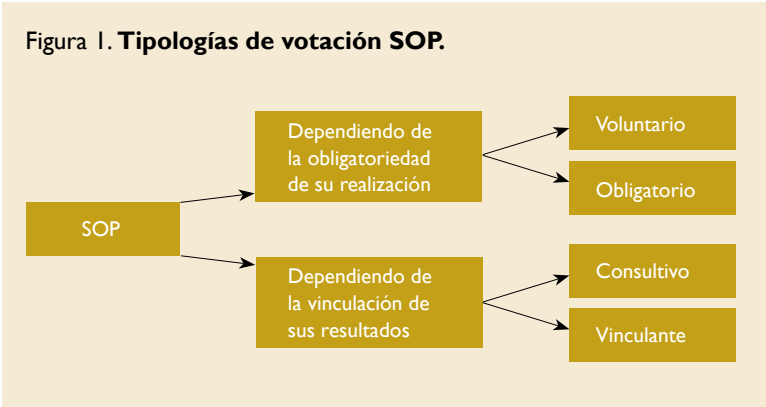
están satisfechos con las prácticas retributivas –o, incluso, con el rendimiento de los directivos–, los accionistas muestran su insatisfacción a través de un voto en contra o una abstención (Hooghiemstra, Kuang, & Qin, 2015). Con el SOP, se espera eliminar (o, al menos, limitar) aquellos diseños retributivos establecidos en condiciones poco óptimas de negociación y/o sin reflejar los intereses de los propietarios o de la propia empresa.

Hasta el momento, las investigaciones que estudian el SOP indican que, en términos globales, más del 90% de los accionistas vota a favor de las retribuciones de sus directivos. Por el contrario, los accionistas que se abstienen o votan en contra rondan entre el 7 y el 10% (Conyon & Sadler, 2010). Sin embargo, esta tendencia hacia una votación favorable no implica que el SOP sea ineficaz o no tenga influencia sobre los consejos de administración –o sobre los comités retributivos–. Diversas explicaciones están detrás de este elevado porcentaje de votos favorables, indicadas a lo largo de este estudio. Por ejemplo, algunas empresas introducen cambios en sus diseños retributivos *con anterioridad* a la realización de la votación para obtener un resultado favorable (Balsam, Boone, Liu, & Yin, 2016). De este modo, se está cumpliendo eficazmente con el propósito del SOP (dado que se incrementa la eficiencia de los diseños retributivos), al mismo tiempo que se obtiene un resultado positivo en la posterior votación SOP (dadas las mejoras implementadas).

Además, la literatura ha señalado multitud de ventajas asociadas al SOP. Por ejemplo, tras la introducción de esta votación, se incrementa la comunicación entre los accionistas y los directivos –y entre los accionistas y los comités retributivos–, lo que anima a los consejos de administración a romper las barreras psicológicas y analizar con los directivos –y en nombre de los accionistas– las retribuciones que aquéllos van a recibir (Brunarski et al., 2015; Kimbro & Xu, 2016). Por otra parte, el SOP fomenta la eficiencia de las retribuciones así como su alineación a los intereses empresariales con la finalidad de evitar la publicidad negativa derivada de un mal resultado en el SOP –tanto para la empresa como para los directivos–; lo que favorece, en última instancia, que esos directivos actúen en base a los intereses de la organización (Correa & LeI, 2016; Ferri & Maber, 2013). Se ha puesto de manifiesto que, en general, en los países que tienen implementado el SOP, la retribución de los altos directivos es menor y está más vinculada a los resultados organizacionales (Correa & LeI, 2016).



Sin embargo, el SOP no es un mecanismo homogéneo y, como se aprecia en la **Figura 1**, existen diversas tipologías de SOP, según la realización de la votación tenga carácter voluntario u obligatorio para las empresas, y según sus resultados sean o no vinculantes. Respecto a la realización de la votación, se ha de indicar que, en sus orígenes, esta votación se introduce en la mayor parte de países como una mera recomendación de buen gobierno (en España, los *Códigos Unificados de Buen Gobierno* del año 2006 y del 2015 contenían una disposición referente a esta votación). Sin embargo, debido a su escaso grado de cumplimiento –dada la voluntariedad de estas recomendaciones–, multitud de los países han optado por elevar el SOP a rango legal para darle un carácter obligatorio y, de ese modo, que las empresas debieran someter a votación la retribución de sus directivos. Como se aprecia en el **Tabla 1**, mientras que el SOP tiene carácter voluntario en unos pocos países (como Canadá o Alemania), en la mayor parte de ellos tiene un carácter obligatorio (como sucede en el Reino Unido, EE. UU., España, Italia o Francia) (Stathopoulos & Voulgaris, 2016).



Por otra parte, los resultados del SOP pueden ser consultivos o vinculantes para las empresas –según deban o no ser tenidos en cuenta de manera preceptiva por parte de los máximos dirigentes de la organización–. Tal y como se aprecia en la **Tabla 1**, el SOP tiene naturaleza consultiva en alrededor de la mitad de los países que han introducido esta votación –como EE. UU., España, Italia, Australia o Bélgica–; mientras que la naturaleza vinculante predomina en los países nórdicos (Stathopoulos & Voulgaris, 2016). Yén-dose más allá, existen otros países, como es el caso de Australia y

Reino Unido, que endurecen su legislación nacional sobre el SOP. En particular, Australia introduce en el año 2011, como complemento a la votación consultiva, la regla denominada *two-strike*, que establece la obligatoriedad de someter a reelección a los consejeros de aquellas empresas que, durante dos años consecutivos, reciban en el SOP un disenso igual o superior al 25%. Por su parte, el Reino Unido es otro de los casos particulares dado que el SOP tendría carácter consultivo hasta octubre de 2013 y, a partir de esa fecha, pasaría a tener carácter vinculante (Lozano-Reina & Sánchez-Marín, 2019).

Tabla 1. Evidencias del Say-on-Pay en función de la tipología de votación.

TIPOLOGÍA DE SOP	PAÍS Y AÑO DE ADOPCIÓN	EFFECTIVIDAD GLOBAL	PRINCIPALES EVIDENCIAS
Voluntario y consultivo	Alemania (2010) Canadá (2012)	Media	Algunos estudios señalan que el SOP logra reducir las retribuciones de los altos directivos (en particular, reduciéndose los componentes fijos y aumentando los variables) (Burns & Minnick, 2013); mientras otros no encuentran cambios significativos en los diseños retributivos —ni en nivel ni en composición retributiva— (Cuñat, Giné, & Guadalupe, 2016).
Obligatorio y consultivo	Sudáfrica (2009) Italia (2011) España (2011) EE. UU. (2011) Bélgica (2012) Francia (2014)	Elevada	La mayoría de las investigaciones indican que el SOP reduce los niveles retributivos así como las disposiciones retributivas más controvertidas, fomentando la vinculación entre retribución-resultados (Alissa, 2015; Balsam et al., 2016; Ferri & Maber, 2013; Kimbro & Xu, 2016). Por el contrario, unos pocos estudios no evidencian cambios significativos en los diseños retributivos o señalan alguna consecuencia desfavorable asociada al SOP (Brunarski et al., 2015; Conyon & Sadler, 2010). Elevada
Obligatorio y vinculante	Reino Unido (2002) Holanda (2004) Australia (2005) ⁹ Japón (2005) Suecia (2005) Dinamarca (2007) Finlandia (2007) Noruega (2007) Suiza (2007)	Elevada	La literatura, en general, señala un descenso de las retribuciones y una mejora de su vinculación a los resultados empresariales (Borthwick, Jun, & Ma, 2018; Monem & Ng, 2013), así como un incremento en la transparencia retributiva (Grosse, Kean, & Scott, 2017). Sin embargo, Grosse et al. (2017) indican que deben tomarse ciertas cautelas cuando el SOP ataca a retribuciones que están diseñadas de manera eficiente.

Fuente: Elaboración propia a partir de Lozano-Reina & Sánchez-Marín (2019) y Stathopoulos & Voulgaris (2016)

2.2. Marcos teóricos y evidencias empíricas sobre el impacto del Say-on-Pay

La literatura no se ha mostrado completamente uniforme en relación al impacto que tiene el SOP sobre el diseño de las retribuciones de los altos directivos dado que, mientras algunos estudios ponen de manifiesto que se trata de un mecanismo eficaz para lograr diseños retributivos más eficientes, otros no han encontrado efectos significativos o, incluso, se muestran críticos con la implementación de este mecanismo (Lozano-Reina & Sánchez-Marín, 2019). La **Tabla 1** muestra un resumen de las principales evidencias obtenidas hasta el momento, clasificadas en función de la tipología de votación e indicándose la efectividad global puesta de manifiesto por la literatura. Como se aprecia, cuando la realización del SOP es obligatoria, los resultados señalan mayoritariamente una mejora en los diseños retributivos (por lo que la efectividad del SOP puede considerarse como elevada), mientras que las evidencias son menos concluyentes cuando el SOP es voluntario (por lo que la efectividad del SOP puede considerarse como media). Sin embargo, no existen grandes diferencias entre los países con votación consultiva y los países con votación vinculante (considerándose, en ambos casos, como elevada la efectividad del SOP). En definitiva, pese a la existencia de cierta divergencia, la mayor parte de los estudios se alinean con una visión favorable del SOP, indicando que el SOP es capaz de reducir las retribuciones de los CEOs y aumentar su vinculación a los resultados organizacionales (Cai & Walkling, 2011; Correa & Lel, 2016; Kimbro & Xu, 2016).

Las evidencias que relacionan positivamente el SOP y el diseño de retribuciones más eficientes tienen su justificación teórica en la *teoría de la agencia* (Jensen & Meckling, 1976). Sobre la base de esta teoría, se propone que los propietarios de las empresas establezcan unos mecanismos de control que salvaguarden sus intereses y los de la organización. Entre estos mecanismos se podría localizar el SOP, que permite contrarrestar los problemas de agencia derivados de la separación existente entre la propiedad y la dirección empresarial, y cuyo propósito es, más allá de reducir las retribuciones desligadas de los resultados empresariales, fomentar diseños retributivos más alineados a los objetivos de la organización (Lozano-Reina & Sánchez-Marín, 2019). En particular, existen cuatro argumentos teóricos principales relacionados con la teoría de la agencia que respaldan los hallazgos mencionados anteriormente.



En primer lugar, el SOP favorece una mayor transparencia y divulgación de información sobre las políticas retributivas de los altos directivos de las empresas, lo que reduce las asimetrías informativas y permite a los accionistas votar razonablemente (Sanchez-Marin et al., 2017). Dado que los accionistas actúan de forma de una forma razonable al emitir su voto, éstos votan en contra de las retribuciones, no cuando éstas son elevadas, sino cuando consideran que éstas son ineficientes (Brunarski et al., 2015). Es decir, los accionistas son capaces de identificar y penalizar a los directivos de sus empresas cuando éstos reciben una retribución excesiva o desalineada de los intereses de la organización. Esta racionalidad se ve incrementada por la necesidad que surge en los accionistas de resolver los conflictos de agencia existentes en toda organización (Sanchez-Marin et al., 2017).

En segundo lugar, la publicidad adversa que puedan recibir los directivos ante un resultado desfavorable en el SOP, unido a una posible pérdida de reputación, influye en el diseño de retribuciones más eficientes (Ertimur, Ferri, & Oesch, 2013). Por ello, pese a que el SOP tenga una naturaleza meramente consultiva en algunos países, los consejos de administración sí suelen tener en consideración los resultados obtenidos; de lo contrario, la publicidad adversa derivada de unos resultados desfavorables continuados en el tiempo minaría la reputación empresarial y de los propios ejecutivos. En tercer lugar, el SOP, más allá de promover una mayor vinculación entre retribución y resultados, limita las <<recompensas>> recibidas por los CEOs en situaciones de fracaso empresarial, dado que las elevadas e ineficientes retribuciones que éstos se aseguraban tienden a desaparecer tras la introducción de este nuevo mecanismo de control y supervisión retributiva (Ferri & Maber, 2013). En cuarto lugar, se indica que la tasa de rotación de los CEOs está influenciada por los resultados obtenidos en el SOP, disminuyendo la misma cuando se recibe un elevado apoyo en el SOP o cuando, pese a existir disidencia, los CEOs tienen en consideración la opinión manifestada por sus accionistas (Alissa, 2015).

Por otra parte, la *teoría institucional* (Oliver, 1992) es otro de los marcos teóricos que soportan la relación positiva entre el SOP y el diseño de retribuciones más eficientes. Este marco teórico indica que los cambios dentro de una organización suelen ocurrir cuando las prácticas y estructuras establecidas se desinstitucionalizan. En particular, la desinstitucionalización de las prácticas retributivas





implica cambios en las reglas, normas y creencias acerca de la retribución directiva, para lo cual se requieren presiones sociales, políticas y funcionales. Pues bien, el SOP juega un importante papel en este ámbito, dado que esta votación promueve la desinstitucionalización de las prácticas retributivas ineficientes en favor de diseños más alineados a los intereses organizacionales (en particular, cuando los accionistas muestren su insatisfacción a través del SOP) (Mangen & Magnan, 2012; Sanchez-Marin et al., 2017).

En todo caso, pese a las ventajas y mejoras retributivas asociadas al SOP, hay que tener en cuenta que esta votación no es una panacea y puede resultar ineficaz cuando los accionistas no tienen la suficiente información, incentivos y/o conocimientos necesarios para, de forma razonable, pronunciarse sobre las retribuciones de sus directivos (Gordon, 2009). En este contexto, estos accionistas emitirían su voto sin tener la certeza de estar o no actuando conforme a sus intereses, dado que pueden estar desmotivados para informarse o percibir como inútil el esfuerzo necesario para analizar la información retributiva (Alissa, 2015). Sobre la base de estos argumentos, algunos accionistas suelen votar favorablemente por defecto, a lo que se une la influencia ejercida por algunos consejos de administración para convencer a sus accionistas para que voten a favor de la retribución directiva –lo que también explicaría, en parte, los elevados porcentajes de votos favorables señalados por la literatura–.

Sin embargo, los efectos adversos del SOP no suelen producirse en todo tipo de empresas, sino principalmente en organizaciones controladas por directivos (como se analiza en el tercer apartado), así como en empresas con presencia de CEOs sobrerremunerados, cuyas retribuciones ineficientes son legitimadas por los accionistas. Centrándonos en esta segunda situación, la literatura indica que un SOP favorable mostrado por los accionistas en el SOP genera, en empresas con CEOs sobrerremunerados, que los paquetes retributivos diseñados en años posteriores sean más ineficientes, ya que esos directivos pueden aprovecharse de la situación de <<inacción accionarial>> para incrementar su oportunismo –dado que no asumen grandes riesgos de sublevación de sus accionistas a través de un SOP desfavorable–. Las retribuciones ineficientes que son legitimadas por los accionistas se institucionalizan y son difíciles de mejorar, persistiendo dentro de la organización, como mínimo en esos niveles, a lo largo del tiempo, requiriéndose elevadas presiones so-

ciales, funcionales o políticas para conseguir modificar esas prácticas institucionalizadas (Brunarski et al., 2015; Mangen & Magnan, 2012).

Desde el marco que proporciona la *teoría institucional* (Oliver, 1992) se indica, pues, que en un entorno que enfatiza el papel de los accionistas en los diseños retributivos, la conformidad de éstos a través de un voto positivo sugiere que las retribuciones de esos directivos se establecen dentro de los límites y de acuerdo con las normas de la sociedad, aunque realmente no sea así. Es más, las empresas que obtienen un apoyo abrumador por parte de los accionistas cuando, de hecho, debieron recibir un bajo apoyo, también asumen consecuencias negativas en su rendimiento (Morgan, Poulson, & Wolf, 2006). De este modo, se debe estar alerta y prestar atención a situaciones particulares como ésta, dado que, más allá de la pérdida de efectividad del SOP, se promueven diseños retributivos ineficientes que pueden reducir el valor de la empresa y mermar los intereses perseguidos por sus propietarios.

En resumen, pese a la existencia de situaciones particulares dónde la efectividad del SOP es puesta en tela de juicio, existe un mayor respaldo teórico y empírico para las evidencias que relacionan positivamente la votación SOP con el diseño de retribuciones más eficientes y alineadas a los intereses de la organización. A ello se unen las diferentes ventajas y mejoras que se han producido en las organizaciones –manifestándose, en mayor o menor grado, en las diferentes tipologías de votación–. Por tanto, se podría concluir afirmando que el SOP está siendo un mecanismo eficaz para lograr el objetivo pretendido por el legislador –complementando de forma efectiva a los mecanismos tradicionales de gobierno corporativo–, sin perjuicio de que deba prestarse una especial cautela a las situaciones particulares enunciadas.

3. EL SAY-ON-PAY EN EL CONTEXTO DE LA EMPRESA CO-TIZADA ESPAÑOLA

La efectividad del SOP puede estar influenciada por el contexto de gobierno corporativo. El modelo de gobierno corporativo español, propio de la Europa Continental, presenta ciertas peculiaridades que lo diferencian de los modelos de corte anglosajón (EE. UU. y Reino Unido), donde han sido realizadas la mayor parte de las investigaciones sobre el SOP (Stathopoulos & Voulgaris, 2016). En





concreto, el modelo de gobierno corporativo español se caracteriza por una elevada concentración de la propiedad, la existencia de participaciones cruzadas, una baja protección de los accionistas minoritarios, un mercado de capitales poco desarrollado y con una baja liquidez, y la presencia de una única estructura encargada simultáneamente de la supervisión y el control (La Porta, Lopez-De-Silanes, & Shleifer, 1999).

Como consecuencia de estas características, en las empresas españolas, más que el conflicto principal-agente (Jensen & Meckling, 1976), tiene una especial trascendencia el conflicto principal-principal, que se produce entre accionistas mayoritarios y minoritarios. En especial, debido a la elevada concentración de propiedad, el tipo de propietario mayoritario es de vital importancia para las labores de control y de supervisión de los directivos, condicionando igualmente y, en gran medida, la eficacia supervisora del consejo de administración en relación con la retribución de los altos directivos (Baixauli-Soler & Sanchez-Marin, 2015). Además, debido a que los mecanismos de gobierno corporativo externos —o basados en el mercado— son prácticamente inexistentes, el consejo de administración es el mecanismo supervisor por excelencia de la retribución y actuación de los directivos (Baixauli-Soler, Belda-Ruiz, & Sanchez-Marin, 2015).

Considerando, pues, que la eficiencia supervisora del consejo de administración de las empresas españolas depende del tipo de propietario mayoritario de la empresa, resulta de interés diferenciar cómo la efectividad de la votación puede verse influida dependiendo de si una empresa está controlada mayoritariamente por propietarios o por directivos. Las *empresas controladas por propietarios* son aquellas en las que la propiedad está concentrada principalmente en propietarios externos o inversores institucionales que no están vinculados a la gestión de la empresa. Por su parte, las *empresas controladas por directivos* son aquellas en las que la propiedad está concentrada principalmente en accionistas que, a su vez, están ligados a la gestión de la empresa.

Las empresas controladas mayoritariamente por propietarios se caracterizan por poseer fuertes mecanismos de gobierno corporativo y una elevada supervisión de los CEOs, lo que reduce el oportunismo de los directivos y facilita el diseño de retribuciones estrechamente vinculadas a los resultados de la empresa. Por su parte, los niveles de supervisión de los diseños retributivos son más limita-

dos en organizaciones controladas mayoritariamente por directivos, señalándose una relación negativa entre el porcentaje de propiedad que posee el CEO y la eficacia supervisora ejercida, lo que se traduce en retribuciones escasamente vinculadas a los resultados de la empresa (Young, Peng, Ahlstrom, Bruton, & Jiang, 2008). Por tanto, mientras que un alto grado de concentración de propiedad en manos de inversores institucionales o propietarios externos fomenta una mayor alienación retributiva (Cai & Walkling, 2011), la menor supervisión ejercida en las empresas controladas por directivos favorece un diseño retributivo más ineficientes –sin que esto, paradójicamente, tenga por qué traducirse en un alto disenso en la votación SOP; ya que, en ocasiones, son los propios directivos-accionistas los que se están pronunciando sobre sus propias retribuciones (Conyon & Sadler, 2010)–.

Por otra parte, las empresas controladas por propietarios exhiben una mayor proporción de consejeros independientes² y una menor presencia de dualidad³ en comparación a las empresas controladas por directivos, lo que tiene sus consecuencias en términos de efectividad del SOP: en empresas con una mayor presencia de miembros independientes dentro del consejo de administración, los accionistas se muestran más proactivos cuando emiten su voto –dado que esperan que estos consejos sean más receptivos a su opinión– (Ertimur et al., 2013). Además, los bajos porcentajes de dualidad suelen estar asociados con diseños retributivos más vinculados a los intereses de la empresa (Correa & LeI, 2016).

En resumen, mientras que se espera que las empresas controladas mayoritariamente por propietarios contribuyan a que el SOP sea un mecanismo de gobierno corporativo efectivo al favorecer retribuciones más vinculadas a los intereses de la empresa y de los accionistas; la efectividad de la votación puede difuminarse en empresas controladas mayoritariamente por directivos, dado que, al ser éstos también propietarios, tienen derecho a votar sobre sus propias retribuciones, lo que puede ser aprovechado por éstos para diseñar retribuciones que maximicen sus intereses –aunque ello vaya en perjuicio del valor de la propia empresa–.

Sobre la base de todas las evidencias enunciadas, así como del contexto de gobierno corporativo español, se desarrolla la parte empírica de este trabajo, cuya finalidad es verificar en qué medida el SOP ha conseguido –y está consiguiendo– mejorar el grado de alienación retributiva; es decir, se analiza si el SOP contribuye a que



las retribuciones de los CEOs de las empresas cotizadas españolas se vinculen en mayor medida a los intereses organizacionales. Por otra parte, se examinan dos situaciones relevantes dentro de este contexto: en primer lugar, se testa si, en empresas con presencia de CEOs sobrerremunerados, un alto apoyo recibido en el SOP tiene un efecto legitimador para esas retribuciones ineficientes, neutralizándose la efectividad de la votación; y, en segundo lugar, dado el alto grado de concentración de propiedad en España, se verifica en qué medida la efectividad del SOP difiere entre empresas controladas mayoritariamente por propietarios y empresas controladas mayoritariamente por directivos.



4. METODOLOGÍA

4.1. Muestra y obtención de datos

La muestra se compone de un total de 113 empresas no financieras que cotizan en el mercado bursátil español durante el periodo 2011-2018 —una vez excluidas las empresas para las que no se disponía de suficiente información sobre la votación consultiva y/o sobre la retribución recibida por su CEO—. El motivo de iniciar el periodo de estudio en el año 2011 es debido a que los datos individualizados sobre retribución no aparecen recogidos en los *Informes sobre Retribución de los Consejeros* hasta el año 2011. En todo caso, los datos relacionados con el SOP no aparecen recogidos en los informes de gobierno corporativo depositados por las empresas en la página web de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) hasta el año 2013 —pese a que esta votación entra en vigor con la *Ley de Economía Sostenible* (2011)—. De este modo, se permite analizar los diseños retributivos anteriores a la realización de la votación (2011-2013) y los diseños que se pueden ver afectados por sus resultados (a partir de 2013).

Los datos para la realización de este trabajo son extraídos, por una parte, a partir de la información aportada por las empresas cotizadas españolas en los *Informes sobre Retribución de los Consejeros* y en los *Informes de Gobierno Corporativo* publicados anualmente por la CNMV. En particular, los datos retributivos y los datos sobre el SOP se extraen de los *Informes sobre Retribución de los Consejeros*, mientras que los *Informes de Gobierno Corporativo* son de utilidad para conocer quién es el CEO de cada una de las empre-

sas objeto de estudio y las características de gobierno corporativo. Por otra parte, la información económico-financiera se extrae de la base de datos SABI (Sistema de Análisis de Balances Ibéricos) y de *Datastream*.

4.2. Variables

Retribución del CEO (R_CEO). Se refiere a la retribución real recibida por el CEO de cada empresa. Se mide de dos formas diferentes: (1) *retribución en efectivo del CEO* (R_CEO_EFEC), que se obtiene de la suma del componente retributivo fijo, variable a corto plazo, variable a largo plazo y retribución en especie; y (2) *retribución total del CEO* (R_CEO_TOT), que se obtiene añadiendo a la retribución en efectivo la valoración de las opciones ejercitadas por el CEO en cada ejercicio y la aportación anual al plan de pensiones. Con la finalidad de conseguir una menor dispersión en la variable, se calcula el logaritmo natural de estas variables retributivas (Kimbrow & Xu, 2016).

Retribución eficiente del CEO (REF_CEO). Se corresponde, tal y como se muestra en el Modelo 1, con la retribución que debería recibir cada CEO teniendo en consideración los factores económico-financieros enunciados por Core et al. (1999) –siendo este modelo ampliamente utilizado por la literatura previa (Sanchez-Marin et al., 2017)–.

$$\ln(R_CEO_{it}) = \beta_0 + \beta_1 \cdot \ln(DUR_{it}) + \beta_2 \cdot \ln(VENT_{it-1}) + \beta_3 \cdot ROA_{it} + \beta_4 \cdot ROA_{it-1} + \beta_5 \cdot (REND_{it}) + \beta_6 \cdot (REND_{it-1}) + \beta_7 \cdot (BTM_{it-1}) + n_i + \psi_t + d_t + e_{it}$$

Donde: la *retribución del CEO* (R_CEO) se mide como retribución en efectivo y retribución total; la *duración en el cargo* (DUR) se mide como el logaritmo natural del número total de años que el CEO está desempeñando ese puesto en una determinada empresa; las *ventas* (VENT) se miden como el logaritmo natural del importe total de la cifra de ventas; la *rentabilidad económica* (ROA) es calculada como el cociente del beneficio antes de intereses e impuestos y el activo total de cada empresa; el *rendimiento de las acciones* (REND) es calculado como el rendimiento anual de las acciones en cada ejercicio; y el *book to market* (BTM) se mide a través del cociente del valor en libros de la empresa y el valor de mercado. Por último, hay que indicar que se controla, por una parte, la industria a la que pertenece cada empresa mediante varia-



bles de tipo dummy (ψ_i), calculadas a partir del *Standard Industrial Classification* (SIC) primario asociado a cada una de las ellas; y, por otra parte, el efecto temporal (d_t), también controlado mediante variables de tipo dummy.

Tras calcular la retribución eficiente de cada CEO, se considera que un CEO está sobrerremunerado cuando su retribución eficiente esté por debajo de la mediana de la retribución eficiente del resto de los CEOs (Brunarski *et al.*, 2015). Para ello, se utiliza una variable dummy que toma el valor uno cuando el CEO esté sobrerremunerado (CEO_SOBRE) y el valor cero cuando no lo está (CEO_EFIC).

Alineación retributiva (ALIG_CEO). A partir de la retribución real recibida por los CEOs (R_CEO) y de la retribución eficiente que deberían recibir en función de los determinantes económico-financieros (REF_CEO), se calcula un coeficiente que indica el grado en el que la retribución real se alinea a la retribución eficiente. En este sentido, se propone el Modelo 2:

$$ALIG_CEO = \frac{\Delta y_{it}}{\Delta y_{it}^*} = \frac{C_CEO_{it} - C_CEO_{it-1}}{REF_CEO_{it}^* - C_CEO_{it-1}}$$

Donde: C_CEO_{it} es la retribución real recibida por el CEO en el año t ; C_CEO_{it-1} es la retribución real recibida por el CEO en el año $t-1$; y $REF_CEO_{it}^*$ es la retribución eficiente que debería recibir el CEO en el año t .

Say-on-Pay (SOP). Se refiere al porcentaje de votos (a favor, en contra y abstenciones) recibido por parte de los accionistas en cada junta general. Cuando los accionistas no están satisfechos con las retribuciones de sus directivos, muestran su insatisfacción votando en contra o absteniéndose (Hooghiemstra *et al.*, 2015). Por ello, se considera que la votación es “favorable” cuando se recibe un voto positivo en el SOP, mientras que la votación es “desfavorable” cuando los accionistas emiten un voto negativo o cuando se abstienen (Conyon & Sadler, 2010; Ferri & Maber, 2013). Sobre la base de ello, el SOP se mide como una variable de tipo continuo, considerándose el porcentaje de votos a favor, en contra y abstenciones sobre el total de votos emitidos. De este modo, se considera como SOP desfavorable o disenso (SOP-) la suma del porcentaje de votos negativos y abstenciones; mientras que se considera como SOP favorable (SOP+) el porcentaje de votos positivos (Conyon & Sadler, 2010; Ferri & Maber, 2013).



Gobierno corporativo. Se mide a través de la eficacia supervisora del consejo de administración y de la estructura de propiedad. En primer lugar, la eficacia supervisora del consejo de administración se mide a través de dos indicadores: (1) en función del porcentaje de consejeros clasificados específicamente como independientes (INDEP)⁴, evidenciado la literatura su relación positiva con las retribuciones eficientes de los CEOs; y (2) a través de la dualidad, mediante una variable dummy (DUAL), que adopta el valor uno si existe dualidad y el valor cero en caso contrario. Se espera que la retribución del CEO sea mayor y más ineficiente cuando existe dualidad.

En segundo lugar, en base a la estructura de propiedad, se clasifican las empresas en tres tipologías en función de quién sea el propietario mayoritario (Tosi & Gomez-Mejia, 1994): empresas controladas por propietarios (CONTROL_PROP), empresas controladas por directivos (CONTROL_DIR) y empresas de propiedad dispersa. En particular, si un individuo externo o inversor institucional es propietario del 5% o más de las acciones de la empresa, ésta se considera como empresa controlada por propietarios. En defecto de lo anterior, la empresa se considera controlada por directivos si cualquier directivo de la empresa (incluido el CEO) posee el 5% o más de las acciones de la empresa. Si no concurren los criterios anteriores, la empresa es considerada de propiedad dispersa.

Variables de control. Además de las variables que se controlan de manera indirecta en el Modelo 1 (por ejemplo, las ventas, la rentabilidad económica, el rendimiento de las acciones o el *book-to-market*), es necesario considerar las siguientes variables de control que la literatura ha puesto de manifiesto como factores potenciales que influyen en la retribución de los CEOs. La *ratio de propiedad institucional* (PROP_INST), que se mide a través del porcentaje de propiedad en manos de institucionales. El *apalancamiento* (LEV), que se calcula como la deuda a largo plazo de la empresa dividida por el valor en libros de las acciones. Finalmente, el flujo de caja o efectivo (CASHFLOW) es medido como el flujo de caja libre dividido por el valor de mercado de la empresa, dónde el flujo de caja libre se mide como las entradas de efectivo procedentes de las operaciones de la empresa.



4.3. Análisis y modelos

Se recurre a una metodología de análisis de datos de panel sobre los modelos propuestos. Esta metodología es apropiada dado que los CEOs son heterogéneos, existiendo características que son difíciles de medir o de obtener (como pueden ser sus habilidades o sus capacidades) y, a través del análisis de datos de panel, se permite controlar esta heterogeneidad inobservable –ya que los resultados podrían estar sesgados si esta heterogeneidad no se tuviera en consideración–. Esta metodología, además de aplicarse para la estimación de la retribución eficiente a partir del Modelo 1 planteado, también se aplica sobre el Modelo 3 y 4.

El Modelo 3 es planteado para contrastar la influencia que tiene un SOP desfavorable sobre el grado de alineación retributiva. En este sentido, la variable dependiente es la alineación retributiva (ALIG_CEO) –calculada conforme a lo indicado en el Modelo 2–, mientras que las variables independientes son el SOP desfavorable o disenso (SOP⁻), las variables de gobierno corporativo (INDEP y DUAL) así como su interacción con SOP⁻ y, finalmente, las variables de control.

$$ALIG_CEO_{it} = \beta_0 + \beta_1 \cdot SOP_{it-1}^- + \beta_2 \cdot INDEP_{it} + \beta_3 \cdot DUAL_{it} + \beta_4 \cdot (INDEP_{it} \cdot SOP_{it-1}^-) + \beta_5 \cdot (DUAL_{it} \cdot SOP_{it-1}^-) + \beta_6 \cdot Variables\ de\ control_{it} + n_i + \psi_i + d_t + e_{it}$$

Además, este modelo también es utilizado para contrastar la efectividad del SOP en función del tipo de propietario mayoritario. Para ello, la muestra de empresas es dividida en dos subgrupos: (1) empresas controladas mayoritariamente por propietarios (CONTROL_PROP) y (2) empresas controladas mayoritariamente por directivos (CONTROL_DIR).

Por otra parte, el Modelo 4 es planteado para contrastar la efectividad del SOP en función de si el CEO está sobrerremunerado o no. Para ello, la muestra de empresas es dividida en dos subgrupos: (1) empresas cuyos CEOs están sobrerremunerados (CEO_SOBRE) y (2) empresas cuyos CEOs no están sobrerremunerados (CEO_EFIC). La variable dependiente y las variables independientes son las mismas que en el Modelo 3, a excepción del SOP, que es medido en este modelo como SOP favorable (SOP⁺).

$$\begin{aligned}
 ALIG_CEO_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \\
 & \cdot SOP_{it-1}^+ + \beta_2 \cdot INDEP_{it} + \beta_3 \cdot DUAL_{it} + \beta_4 \cdot (INDEP_{it} \cdot SOP_{it-1}^+) + \beta_5 \\
 & \cdot (DUAL_{it} \cdot SOP_{it-1}^+) + \beta_6 \cdot Variables\ de\ control_{it} + n_i + \psi_i + d_t + e_{it}
 \end{aligned}$$

5. RESULTADOS

5.1. Resultados descriptivos

La **Tabla 2** indica los descriptivos más importantes relacionados con el SOP, la retribución del CEO y el gobierno corporativo. Con relación al SOP, se observa una participación media bastante alta (casi del 80%) de los accionistas en esta votación, lo que es un síntoma, a priori, de que su implantación ha fomentado el activismo y participación accionarial. Se observa, además, que más del 90% de los accionistas suelen emitir un voto favorable, mientras que alrededor del 8-9% muestran su insatisfacción a través de un voto negativo o una abstención. Por otra parte, dado que en algunas empresas cotizadas españolas ha existido tradicionalmente una alta concentración de propiedad en manos de directivos, se generan dos medidas rectificadas de SOP⁵ con el objetivo de verificar cómo se verían modificados los anteriores porcentajes en caso de no considerarse los votos procedentes de miembros del consejo de administración. Como se aprecia en la **Tabla 2**, considerando estas medidas rectificadas, los votos favorables rondarían el 70%, mientras que el disenso llegaría hasta casi el 30% —cifra muy superior al 8% obtenido considerando todos los derechos de voto—.

En referencia a la retribución media del CEO, mientras que la retribución en efectivo asciende a medio millón de euros, la retribución total supera los 1,2 millones de euros. En todo caso, las elevadas cifras de desviación típica son un indicativo de que existe una gran desigualdad retributiva entre los CEOs de unas empresas y otras. Como mínimo, un CEO recibe algo más de 10.000 euros; sin embargo, como máximo, puede llegar a valorarse su retribución en más de 10 millones de euros. Por su parte, en referencia a las variables de gobierno corporativo, la media de consejeros independientes dentro de los consejos de administración ronda el 38%, aunque siguen existiendo empresas dónde no hay presencia de éstos. La media de dualidad se sitúa por debajo de 0,5, lo que refleja que las empresas están tendiendo a que el cargo de máximo directivo de la compañía y el cargo de presidente del consejo de



Tabla 2. Descriptivos de las variables principales (2011-2018).

		MEDIA	MEDIANA	DESVIACIÓN TÍPICA	MÍNIMO	MÁXIMO
SOP ^a	EMITIDOS	79,888	80,090	18,586	20,200	100,000
	SOP ⁺	91,751	95,570	12,767	0,000	100,000
	SOP ⁻	8,249	2,430	12,767	0,000	100,000
	SOP ⁺ _RECT	70,531	73,810	22,719	0,000	100,000
	SOP ⁻ _RECT	29,469	26,190	22,719	0,000	100,000
Retribución ^b	R_CEO_EFEC	0,7011	0,5020	0,7806	0,0120	10,4000
	R_CEO_TOT	1,223	0,7120	1,5501	0,0120	14,7000
Gobierno corporativo ^c	INDEP	38,997	38,460	16,427	0,000	100,000
	DUAL	0,382	0,000	0,486	0,000	1,000
	MAJOR_OWNER	1,332	1,000	0,555	1,000	3,000
	PROP_CONSEJ	22,307	15,695	23,736	0,000	95,800
	PROP_EXT	7,059	0,000	12,783	0,000	93,900
	PROP_INST	34,214	29,250	26,083	0,000	99,380

FUENTE: Elaboración propia.

^aEl SOP se mide a través de las siguientes variables: EMITIDOS, que es el porcentaje de votos emitidos sobre el total de derechos de voto de las empresas; SOP⁺, que es el porcentaje de votos positivos sobre el total de los votos emitidos; SOP⁻, que es la suma del porcentaje de votos negativos y abstenciones sobre el total de los votos emitidos; SOP⁺_RECT, que es el porcentaje de votos positivos sobre el total de los votos emitidos, descontándose el porcentaje de propiedad en manos del consejo de administración; y SOP⁻_RECT, referido a la suma del porcentaje de votos negativos y abstenciones, descontándose el porcentaje de propiedad en manos del consejo de administración.

^bLa retribución se mide en millones de euros, donde R_CEO_EFEC es la retribución en efectivo recibida por el CEO y R_CEO_TOT es la retribución total recibida por el CEO.

^cLas variables de gobierno corporativo son: INDEP, que se mide a través del porcentaje de consejeros independientes dentro del consejo de administración; DUAL, que representa la dualidad, medida a través de una variable dummy, que toma el valor 1 si hay dualidad y 0 si no hay; MAJOR_OWNER, que es el tipo de propietario mayoritario, medido también con una variable dummy que adopta el valor 1 si el propietario es externo, 2 si es directivo, o 3 si la empresa es de propiedad dispersa; PROP_CONSEJ, que es el porcentaje de propiedad de la empresa en manos del consejo de administración; PROP_EXT, que es el porcentaje de propiedad de la empresa en manos de propietarios externos; y PROP_INST, que es el porcentaje de propiedad de la empresa en manos de institucionales.

administración recaigan en una persona diferente –con la finalidad de conseguir una mayor independencia dentro de la organización—. En relación con el tipo de propietario mayoritario, los resultados muestran la existencia de un cierto equilibrio entre las empresas controladas por propietarios y las empresas controladas por directivos, aunque se observa un ligero predominio de las controladas por propietarios dentro del entorno bursátil español. Finalmente, se observa un bajo porcentaje de propiedad en manos de propietarios externos (inferior al 10%), mientras que la propiedad en manos de miembros del consejo de administración y en manos de inversores

institucionales supera, respectivamente, el 22 y 34%. Por su parte, la **Tabla 3** recoge las correlaciones existentes entre las variables de esta investigación. Como se aprecia, existe una correlación negativa y significativa entre la retribución de los CEOs y los votos favorables (es decir, cuanto mayor es la retribución, menos votos favorables se reciben); mientras que esta correlación es positiva entre la retribución y el disenso, lo que resulta coherente con la literatura previa. Además, existe una elevada correlación entre las variables de gobierno corporativo. La correlación entre el resto de las variables explicativas no es alta, no observándose problemas de multicolinealidad.

Tabla 3. Correlación entre variables (2011-2018).

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
(1) SOP ⁺	1,000									
(2) SOP ⁻	-1,000***	1,000								
(3) R_CEO_EFEC	-0,137***	0,137***	1,000							
(4) R_CEO_TOT	-0,129***	0,129***	0,908**	1,000						
(5) INDEP	-0,125***	0,125***	0,136**	0,159***	1,000					
(6) DUAL	-0,042	0,042	0,135***	0,173***	0,138***	1,000				
(7) MAJOR_OWNER	0,159***	-0,158***	-0,153***	-0,180***	-0,071	-0,056	1,000			
(8) PROP_CONSEJ	0,229***	-0,229***	-0,089*	-0,104**	-0,253***	-0,066	0,568***	1,000		
(9) PROP_EXT	-0,036	0,036	-0,020	-0,036	-0,154***	-0,131**	-0,342***	-0,198***	1,000	
(10) PROP_INST	0,016	-0,016	-0,111**	-0,120***	-0,057	-0,014	0,007	0,0705	-0,279***	1,000

FUENTE: Elaboración propia.
SOP⁺, que es el porcentaje de votos positivos sobre el total de los votos emitidos; SOP⁻, que es la suma del porcentaje de votos negativos y abstenciones sobre el total de los votos emitidos; R_CEO_EFEC, que es la retribución en efectivo recibida por el CEO; R_CEO_TOT, que es la retribución total recibida por el CEO; INDEP, que se mide a través del porcentaje de consejeros independientes dentro del consejo de administración; DUAL, que representa la dualidad, medida a través de una variable dummy, que toma el valor 1 si hay dualidad y 0 si no hay; MAJOR_OWNER, que es el tipo de propietario mayoritario, medido también con una variable dummy que adopta el valor 1 si el propietario es externo, 2 si es directivo, o 3 si la empresa es de propiedad dispersa; PROP_CONSEJ, que es el porcentaje de propiedad de la empresa en manos del consejo de administración; PROP_EXT, que es el porcentaje de propiedad de la empresa en manos de propietarios externos; y PROP_INST, que es el porcentaje de propiedad de la empresa en manos de institucionales.

5.2. Estimación de la retribución eficiente

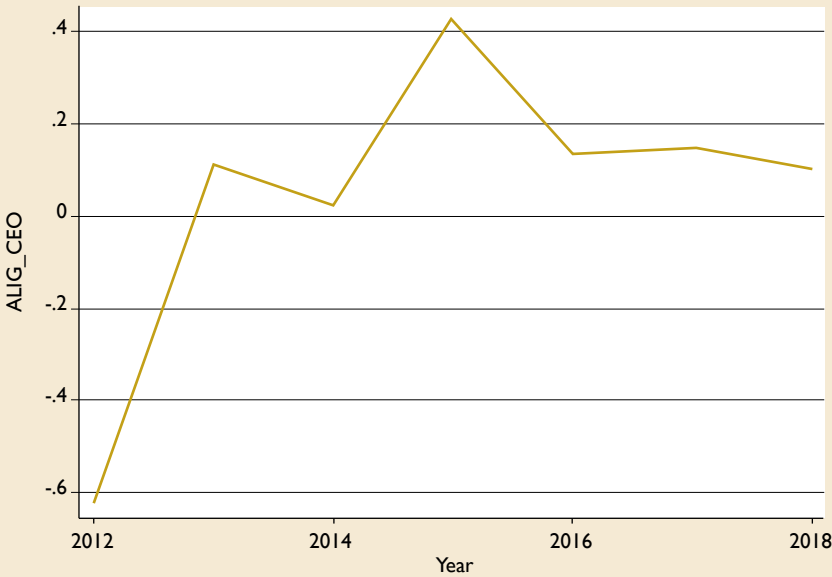
Para estudiar si el SOP es capaz de lograr que los diseños retributivos de las empresas se vinculen en un mayor grado a los resultados empresariales, una variable trascendental es la retribución eficiente que debería recibir un CEO, que se estima a través

del Modelo 1 propuesto, siguiendo a Core et al. (1999). A grandes rasgos, para la estimación de esta retribución eficiente se regresa la retribución real recibida por cada CEO sobre los principales determinantes retributivos (es decir, la duración en el cargo, las ventas, la rentabilidad económica, el rendimiento de las acciones y el *book-to-market*). Tras ello, se consigue estimar el valor de los coeficientes betas asociados a cada determinante para, seguidamente, poder obtener cuál sería la retribución eficiente de cada CEO. Tras la estimación del Modelo 1, los principales determinantes de la retribución en efectivo (R_CEO_EFEC) son: el tiempo que lleva el CEO ocupando ese cargo dentro de la empresa, las ventas y el *book-to-market*. Por su parte, en el supuesto de la retribución total (R_CEO_TOT), resultan significativos los mismos determinantes que para la retribución en efectivo, aunque añadiendo también el rendimiento de las acciones del año previo. De todos estos determinantes, la duración en el cargo y las ventas son los que tienen un mayor peso en el diseño de la retribución.

Una vez estimada la retribución eficiente, se calcula el grado de alineación retributiva ($ALIG_CEO$) conforme al Modelo 2. Sobre la base de ello, en el **Gráfico 1** se muestra cómo la retribución real media de los CEOs de la muestra se va ajustando anualmente a la retribución eficiente media que deberían haber recibido. Como se aprecia, en el año 2012 existe una gran desconexión entre la retribución recibida por cada CEO y la retribución eficiente (alcanzando el nivel de alineación retributiva el valor mínimo del periodo analizado). Sin embargo, esta tendencia va cambiando a partir de ese año, lo que está influenciado por la llegada del SOP. Desde entonces y, a partir de 2013 (que es el primer año en el que las empresas deben incluir los resultados de la votación en los informes publicados en la página web de la CNMV), el grado de alineación retributiva ha ido evolucionando favorablemente, encontrándose el máximo grado de alineación en el año 2015, tras lo cual se estabiliza dicha alineación en valores próximos al 0, que es la cifra que indica la igualdad entre la retribución recibida y la retribución eficiente. A la vista de los resultados ofrecidos por este gráfico, se podría afirmar que el SOP parece ser un mecanismo efectivo de gobierno corporativo en España dado que permite que las retribuciones anuales que vienen recibiendo los CEOs de las empresas cotizadas estén cada vez más próximas al valor de las retribuciones eficientes que resultarían de considerar los principales determinantes económico-financieros.



Gráfico 1. Evolución de la capacidad de ajuste de la retribución (2012-2018).



Fuente: Elaboración propia

5.3. Resultados del análisis de panel

La **Tabla 4⁷** muestra cuál es el impacto que tiene en las empresas cotizadas españolas el disenso recibido en el SOP sobre los diseños retributivos de los años subsiguientes. Como se aprecia, el disenso previo favorece que las retribuciones del CEO en el año posterior estén más vinculadas a los intereses organizacionales; de este modo, se puede afirmar que el SOP favorece la consecución de un mayor grado de alineación retributiva, lo que resulta coherente con los resultados mostrados en el **Gráfico 1**. Además, respecto a la efectividad del consejo de administración, se aprecia que la dualidad tiene un efecto moderador negativo sobre el grado de alineación retributiva. Esto significa que, en aquellas empresas dónde una misma persona ocupa el cargo de presidente del consejo de administración y el cargo de máximo ejecutivo de la compañía, el grado de alineación retributiva es menor; lo que puede estar justificado en base al mayor poder que los CEOs acumulan cuando son también presidentes de los consejos de administración, dado que ello favorece la extracción adicional de rentas que no están vinculadas a la marcha económica de la organización.

Tabla 4. Impacto del SOP en la alineación retributiva.

	ALIG_CEO _{it}
SOP _{it-1}	1,0025**
INDEP _{it}	-0,0330
DUAL _{it}	3,4143
INDEP _{it} * SOP _{it-1}	-0,0129
DUAL _{it} * SOP _{it-1}	-0,5371**
PROP_INST _{it}	-0,0540
LEV _{it}	0,0002
CASHFLOW _{it}	0,0000
Control año	SÍ
Control sector	SÍ

p-valor: *p<0,10; **p<0,05; ***p<0,01

FUENTE: Elaboración propia.
ALIG_CEO, que es el grado de alineación retributiva (esto es, en qué medida la retribución del CEO se aproxima a la retribución eficiente que debería recibir en cada año); SOP, que es la suma del porcentaje de votos negativos y abstenciones sobre el total de los votos emitidos; INDEP, que se mide a través del porcentaje de consejeros independientes dentro del consejo de administración; DUAL, que representa la dualidad, medida a través de una variable dummy, que toma el valor 1 si hay dualidad y 0 si no hay; PROP_INST, que es el porcentaje de propiedad de la empresa en manos de institucionales; LEV, que se refiere al apalancamiento, calculado como la deuda a largo plazo de la empresa relativizada en función del valor en libro de las acciones; y CASHFLOW, que se refiere a los flujos de caja libres divididos por el valor de mercado de la empresa.

Seguidamente, la muestra se divide en empresas con presencia de CEOs sobrerremunerados (CEO_SOBRE) y en empresas con presencia de CEOs que no se consideran sobrerremunerados (CEO_EFIC) para analizar si, en aquéllas, un elevado apoyo en el SOP implica la legitimación de esas retribuciones ineficientes, tal y como se ha comentado en el apartado de literatura. Como se muestra en la **Tabla 5** (primera y segunda columna), en empresas con CEOs sobrerremunerados, una aprobación multitudinaria de las retribuciones de los CEOs tiene un impacto negativo sobre el grado de alineación retributiva, lo que implica que la retribución real que reciben esos CEOs se aleja cada vez más de la retribución que deberían recibir. Este efecto legitimador de retribuciones ineficientes es coherente con lo obtenido por otros autores en otros contextos (Brunarski et al., 2015). Por su parte, en empresas sin presencia de CEOs sobrerremunerados, ese alto apoyo no tiene un efecto signi-

ficativo sobre el grado de alineación retributiva, lo que implica que, en esta segunda tipología de empresas, los votos favorables no legitiman retribuciones que se alejan de los intereses organizaciones, sino justamente lo contrario. Finalmente, hay que comentar que, en aquellas empresas que no tienen CEOs sobrerremunerados, el grado de independencia del consejo de administrador tiene un efecto (directo y moderador) positivo sobre el grado de alineación retributiva, lo que, en última instancia, viene a reflejar que la independencia favorece un diseño retributivo más eficiente.

Tabla 5. Impacto del SOP en la alineación retributiva en función de si el CEO está o no sobrerremunerado y en función del tipo de propietario mayoritario.

	ALIG_CEO _{it}			
	CEO_EFIC _{it}	CEO_SOBRE _{it}	CONTROL_PROP _{it}	CONTROL_DIR _{it}
SOP ⁺ _{it-1}	-0,9638	-1,6740***		
SOP ⁻ _{it-1}			1,4398**	0,0221
INDEP _{it}	-0,3989	2,5498*	-0,0236	0,0198
DUAL _{it}	-47,685	-68,719	56,073	0,4766
INDEP * SOP ⁺ _{it-1}	0,0058	0,0240*		
DUAL * SOP ⁺ _{it-1}	0,9672	0,6339		
INDEP * SOP ⁻ _{it-1}			0,0198*	0,0003
DUAL * SOP ⁻ _{it-1}			-0,8249**	-0,0483
PROP_INST _{it}	-0,3498	0,0234	-0,0928	0,0071
LEV _{it}	0,0001	0,0062	0,0005	0,0000
CASHFLOW _{it}	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Control año	SÍ	SÍ	SÍ	SÍ
Control sector	SÍ	SÍ	SÍ	SÍ

p-valor: *p<0,10; **p<0,05; ***p<0,01

FUENTE: Elaboración propia.
ALIG_CEO, que es el grado de alineación retributiva (esto es, en qué medida la retribución del CEO se aproxima a la retribución eficiente que debería recibir en cada año); CEO_EFIC, que se refiere al grupo de CEOs que no se consideran sobrerremunerados; CEO_SOBRE, que se refiere al grupo de CEOs que se considera que están sobrerremunerados; CONTROL_PROP, que se refiere a las empresas controladas mayoritariamente por propietarios; CONTROL_DIR, que se refiere a las empresas controladas mayoritariamente por directivos; SOP⁺, que es el porcentaje de votos positivos sobre el total de los votos emitidos; SOP⁻, que es la suma del porcentaje de votos negativos y abstenciones sobre el total de los votos emitidos; INDEP, que se mide a través del porcentaje de consejeros independientes dentro del consejo de administración; DUAL, que representa la dualidad, medida a través de una variable dummy, que toma el valor 1 si hay dualidad y 0 si no hay; PROP_INST, que es el porcentaje de propiedad de la empresa en manos de institucionales; LEV, que se refiere al apalancamiento, calculado como la deuda a largo plazo de la empresa relativizada en función del valor en libro de las acciones; y CASHFLOW, que se refiere a los flujos de caja libres divididos por el valor de mercado de la empresa.

Finalmente, dado el alto nivel de concentración de propiedad existente en un modelo de gobierno corporativo propio de la Europa Continental –como sucede en España–, es de interés analizar el impacto del SOP en la capacidad de alienación retributiva en función de quién sea el propietario mayoritario dentro de cada empresa. En particular, se realiza una distinción entre aquellas empresas controladas mayoritariamente por propietarios (CONTROL_PROP) y aquellas empresas controladas mayoritariamente por directivos (CONTROL_DIR)⁸. Como se aprecia en la **Tabla 5** (tercera y cuarta columna), mientras que el SOP sigue siendo efectivo en las empresas controladas por propietarios –dado que el disenso obtenido en el año previo favorece una mayor alineación retributiva en el año subsiguiente–, en las empresas controladas mayoritariamente por directivos, el SOP pierde su efectividad, de manera que el disenso obtenido en la votación no influye en los diseños retributivos de los años posteriores. De esta forma, se puede afirmar que el poder ejercido por esos directivos-accionistas hace que las retribuciones estén lejos de ser eficientes, no siendo de utilidad el SOP para fomentar retribuciones vinculadas a los intereses de la organización. Por otra parte, también se observa que, en empresas controladas mayoritariamente por propietarios, el grado de independencia del consejo de administración modera positivamente el impacto que tiene un SOP desfavorable sobre la capacidad de alineación retributiva, mientras que la presencia de dualidad tiene el efecto moderador contrario, tal y como sucedía en la **Tabla 4**. Por su parte, en empresas controladas mayoritariamente por directivos, los efectos moderadores relacionados con el gobierno corporativo no se muestran significativos.

6. CONCLUSIONES E IMPLICACIONES PRÁCTICAS

El SOP surge como consecuencia de la escasa efectividad mostrada por los mecanismos tradicionales de gobierno corporativo –en particular, por el consejo de administración– y debido al escaso grado de cumplimiento de las recomendaciones contenidas en los códigos de buen gobierno, siendo su finalidad principal complementar a los anteriores mecanismos y fomentar un mayor control y supervisión por parte de los accionistas de las retribuciones recibidas por los directivos de sus empresas (Sanchez-Marin et al., 2017; Stathopoulos & Voulgaris, 2016). En este sentido, este estudio va-



lora globalmente la potencial eficacia del SOP como mecanismo de gobierno y de control de las retribuciones directivas, considerando sus distintas tipologías y contextos. Tras ello, y recurriéndose a una muestra de 113 empresas cotizadas españolas durante el periodo 2011-2018, se aportan evidencias sólidas que permiten valorar el impacto del SOP en el diseño de las retribuciones de los CEOs de las empresas cotizadas españolas, tomándose en especial consideración las particularidades del modelo de gobierno corporativo presente en nuestro país.

Las evidencias obtenidas hasta el momento, pese a mostrar un cierto grado de divergencia, mayoritariamente indican que el SOP tiene un impacto favorable en el diseño de retribuciones más vinculadas a los intereses de la empresa, así como en el fomento de una mayor transparencia y divulgación retributiva (Lozano-Reina & Sánchez-Marín, 2019), lo que está teóricamente soportado por los argumentos favorables indicados de la *teoría de la agencia* y la *teoría institucional*. Sin embargo, no existe una tipología uniforme de SOP, sino que cada país implanta la modalidad de votación que considera más acertada para el cumplimiento de la finalidad que tiene este mecanismo. En general, el SOP obligatorio y consultivo es la tipología más extendida entre los países (Stathopoulos & Voulgaris, 2016). No obstante, está proliferando una tendencia encaminada a endurecer esta legislación, bien introduciendo reglas complementarias a la votación que suponen un endurecimiento de ésta (como sucede en Australia), o bien elevando la naturaleza consultiva a vinculante (tal y como sucede en el Reino Unido) (Lozano-Reina & Sánchez-Marín, 2019).

Tras el análisis empírico realizado en el contexto español, se concluye que, en general, el disenso mostrado por los accionistas en el SOP favorece que las retribuciones en los años subsiguientes se vinculen en un mayor grado a los resultados organizacionales, siendo este resultado coherente con evidencias obtenidas por estudios previos (e.g., Alissa, 2015; Correa & LeI, 2016; Ferri & Maber, 2013; Sanchez-Marín et al., 2017). Sin embargo, este estudio hace un análisis más preciso de la efectividad del SOP al considerar la evolución específica del grado de alineación retributiva a lo largo del periodo de estudio, donde se pone de manifiesto como, tras la implantación del SOP, las retribuciones que reciben los CEOs están cada vez más próximas a las cifras de retribución eficiente. Por tanto, podría afirmarse que el SOP resulta un mecanismo eficaz en



España para reducir las retribuciones ineficientes recibidas por los CEOs y para aumentar su vinculación a los resultados organizacionales, tal y como se esperaba por parte del legislador con su incorporación a la normativa de buen gobierno de las corporaciones. Al centrarse este trabajo en España, se cubre un importante gap referido al estudio de contextos de gobierno corporativo escasamente estudiados, como es el continental (Stathopoulos & Voulgaris, 2016), aportándose evidencias de gran interés dentro de este campo de investigación.

Sin embargo, se debe tener presente que el SOP no es una panacea, así que ciertas cautelas deben ser tomadas en situaciones particulares, tal y como se manifiesta a lo largo de este trabajo. En particular, su eficacia se pone en tela de juicio tanto en empresas controladas por directivos –dado que se neutraliza la eficacia que este mecanismo tiene en empresas controladas por propietarios– como en empresas con CEOs sobrerremunerados cuando se recibe una alta aprobación –dado que el SOP contribuiría a legitimar esas retribuciones ineficientes–, complementando estos resultados a los obtenidos por Brunarski et al. (2015) y Sanchez-Marin et al. (2017). En empresas controladas por directivos, se pone de manifiesto como el SOP tampoco consigue ser un mecanismo adecuado de supervisión y control retributivo, difuminándose sus efectos como consecuencia de la concentración de propiedad en manos de directivos. En empresas con CEOs sobrerremunerados, la legitimación recibida por parte de los accionistas no hará más que debilitar año a año el grado de alineación retributiva, que tan importante es conservar con la finalidad de reducir los costes de agencia. De este modo, resulta completamente necesario buscar herramientas alternativas que tengan como objetivo último reducir el poder de los directivos y complementar los mecanismos existentes para dotar a las empresas de una mayor independencia y control.

6.1. Implicaciones y recomendaciones prácticas

Los hallazgos mostrados en el presente trabajo tienen una serie de implicaciones para la práctica: en primer lugar, se pone de manifiesto que los accionistas pueden contribuir a través de su votación a diseñar retribuciones más eficientes para sus directivos. En este sentido, es importante que los accionistas se informen antes de emitir su voto, con la finalidad de valorar razonablemente si la retribución de los CEOs de sus empresas es o no eficiente; ya que,



en caso de no serlo, si se emitiese un voto positivo se correría con el peligro de legitimar esas retribuciones ineficientes, lo que desvirtuaría el espíritu del SOP. Así, esta *versión más negativa* del SOP debe actuar como una especie de <<llamada de atención>> para los accionistas. En segundo lugar, al evidenciarse que el SOP tiene, en general, un impacto positivo sobre el diseño de retribuciones más eficientes, es recomendable que las empresas diseñen desde un inicio retribuciones estrechamente vinculadas a la empresa, para evitar tener que hacerlo en el futuro tras recibir una desaprobación en el SOP que le genere consecuencias no deseadas (por ejemplo, publicidad negativa, pérdida de reputación, salida de directivos competentes o gastos derivados de cambios experimentados en los paquetes retributivos). En tercer lugar, en España, al estar condicionada la efectividad del SOP por la estructura de propiedad, continúa el debate sobre la problemática que caracteriza a las empresas controladas mayoritariamente por directivos, dónde hay un escaso grado de independencia y control, y sobre las que deben continuar los esfuerzos normativos que permitan otorgar un mayor peso a los accionistas minoritarios —que hoy día siguen sin una protección adecuada dentro de nuestro país—.

Además de las anteriores implicaciones, los resultados de este trabajo también permiten enunciar otras interesantes recomendaciones prácticas: en primer lugar, es importante la vinculación de los diseños retributivos a la marcha económica de la empresa, dónde la consideración de algunos de los indicadores económico-financieros propuestos por Core et al. (1999) puede ser de relevancia a la hora de diseñar tales retribuciones. Aunque la sensibilidad para aumentar la vinculación retribución-resultados es más acentuada tras la última recesión sufrida —dónde se puso de manifiesto la escasa relación existente entre los paquetes retributivos y la marcha de la organización—, siguen siendo necesarios nuevos esfuerzos para lograr que dicha vinculación sea real en la mayoría de las organizaciones. Adicionalmente, con esta vinculación se promueve que los directivos se orienten a la maximización del valor de la empresa y se alineen sus intereses con los de los propietarios. En segundo lugar, dado el importante papel que el consejo de administración y los comités retributivos tienen sobre los diseños retributivos, es necesario garantizar su independencia, así como la representación y consideración de los intereses de todas las partes interesadas. En especial, los intereses de los accionistas minoritarios deberían ser





considerados en esos órganos de gobierno, dado que éstos se han visto tradicionalmente perjudicados por las decisiones adoptadas. En tercer lugar, más allá de que los resultados de la votación SOP sean consultivos o vinculantes, es de mayor importancia la existencia de estructuras de gobierno corporativo equilibradas, fuertes e independientes, dado que, de lo contrario, los recientes esfuerzos normativos serán ineficaces en el largo plazo, funcionando simplemente como un medio de <<escaparatismo>>. Con una fortalecida estructura de gobierno corporativo, tanto una votación consultiva como una votación vinculante irían encaminadas a un mismo resultado: lograr una mejora en los diseños retributivos. Finalmente, en un entorno dónde la responsabilidad social corporativa y la transparencia tienen una enorme importancia, el SOP debe ser el empujón necesario para eliminar la tradicional opacidad y falta de divulgación que ha caracterizado a los diseños retributivos.

Finalmente, las principales limitaciones y, derivadas de ellas, las futuras líneas de investigación son las siguientes: en primer lugar, se dispone de un periodo temporal que es necesario expandir en futuros estudios para verificar si los cambios que adoptan las empresas, en aquellos casos donde los resultados de la votación no le son favorables, logran que esa mayor alineación retributiva termine realmente institucionalizándose en las empresas, favoreciéndose resultados favorables en el SOP en las siguientes votaciones. En segundo lugar, al estar centrado este trabajo en España, el tamaño de la muestra es reducido en comparación a otros países –debido al reducido número de empresas no financieras que cotizan en nuestro mercado bursátil en comparación con otros mercados–. Por ello, es de interés replicar esta investigación en otros contextos; en especial, en aquéllos en los que no existen evidencias acerca de la efectividad del SOP (tal y como sucede en la mayor parte de los países nórdicos, en Japón o en Sudáfrica). En tercer lugar, este estudio considera los efectos del consejo de administración y de la estructura de propiedad en la relación entre el SOP y el diseño de retribuciones. De este modo, investigaciones posteriores deberían considerar otros mecanismos de gobierno que puedan modular la efectividad del SOP, además de prestarse especial atención al grupo de empresas controladas por directivos –dado que sigue latente la falta de independencia y control, lo que afecta negativamente al diseño de retribuciones eficientes de los CEOs. En particular, este último aspecto es de especial relevancia en modelos de

gobierno corporativo como el español, caracterizado por una alta concentración de propiedad (Baixauli-Soler y Sánchez-Marín, 2011, 2015). Es, pues, necesario que futuras investigaciones se centren en este aspecto, bien verificando si una diferente configuración y naturaleza del SOP logra aumentar la efectividad de esta votación, bien implementando mecanismos alternativos que permitan reducir el comportamiento individualista y oportunista de los directivos en este tipo de compañías.

REFERENCIAS

- Alissa, W. (2015). Boards' response to shareholders' dissatisfaction: The case of shareholders' Say on Pay in the UK. *European Accounting Review*, 24(4), 727–752. <https://doi.org/10.1080/09638180.2015.1058719>
- Baixauli-Soler, J. S., Belda-Ruiz, M., & Sanchez-Marin, G. (2015). Executive stock options, gender diversity in the top management team, and firm risk taking. *Journal of Business Research*, 68(2), 451–463. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2014.06.003>
- Baixauli-Soler, J. S., & Sanchez-Marin, G. (2011). Organizational governance and TMT pay level adjustment. *Journal of Business Research*, 64(8), 862–870. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2010.09.011>
- 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. <https://doi.org/10.1007/s11846-014-0122-z>
- Balsam, S., Boone, J., Liu, H., & Yin, J. (2016). The impact of say-on-pay on executive compensation. *Journal of Accounting and Public Policy*, 35(2), 162–191. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2015.11.004>
- Borthwick, J., Jun, A., & Ma, S. (2018). Changing board behaviour: The role of the 'Two Strikes' rule in improving the efficacy of Australian Say-on-Pay. *Accounting & Finance*. <https://doi.org/10.1111/acfi.12381>
- Brunarski, K. R., Campbell, T. C., & Harman, Y. S. (2015). Evidence on the outcome of Say-On-Pay votes: How managers, directors, and shareholders respond. *Journal of Corporate Finance*, 30, 132–149. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.12.007>
- Burns, N., & Minnick, K. (2013). Does say-on-pay matter? Evidence from say-on-pay proposals in the United States. *Financial Review*, 48(2), 233–258. <https://doi.org/10.1111/fire.12002>
- Cai, J., & Walkling, R. A. (2011). Shareholders' say on pay: Does it create value? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 46(2), 299–339. <https://doi.org/10.1017/S0022109010000803>
- Código Unificado de Buen Gobierno. (2006). CNMV. Madrid.
- Código Unificado de Buen Gobierno. (2015). CNMV. Madrid.
- Conyon, M., & Sadler, G. (2010). Shareholder voting and Directors' Remuneration Report Legislation: Say on Pay in the UK. *Corporate Governance*, 18(4), 296–312. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2010.00802.x>





- 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. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(98\)00058-0](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(98)00058-0)
- Core, John E, Guay, W., & Larcker, D. F. (2008). The power of the pen and executive compensation. *Journal of Financial Economics*, 88(1), 1–25. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.05.001>
- 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. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2016.09.003>
- Cuñat, V., Giné, M., & Guadalupe, M. (2016). Say pays! Shareholder voice and firm performance. *Review of Finance*, 20(5), 1799–1834. <https://doi.org/10.1093/rof/rfv056>
- Ertimur, Y., Ferri, F., & Oesch, D. (2013). Shareholder votes and proxy advisors: Evidence from say on pay. *Journal of Accounting Research*, 51(5), 951–996. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12024>
- Ferri, F., & Maber, D. A. (2013). Say on pay votes and CEO compensation: Evidence from the UK. *Review of Finance*, 17(2), 527–563. <https://doi.org/10.1093/rof/rfs003>
- Gordon, J. N. (2009). Say on pay: Cautionary notes on the UK experience and the case for shareholder opt-in. *Harvard Journal on Legislation*, 46(2), 323–367.
- Gregory-Smith, I., Thompson, S., & Wright, P. W. (2014). CEO pay and voting dissent before and after the crisis. *Economic Journal*, 124(574). <https://doi.org/10.1111/eoj.12108>
- Grosse, M., Kean, S., & Scott, T. (2017). Shareholder say on pay and CEO compensation: three strikes and the board is out. *Accounting and Finance*, 57(3), 701–725. <https://doi.org/10.1111/acfi.12176>
- Hooghiemstra, R., Kuang, Y. F., & Qin, B. (2015). Say-on-Pay votes: The role of the media. *European Accounting Review*, 24(4), 753–778. <https://doi.org/10.1080/09638180.2015.1034152>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Kimbrow, M. B., & Xu, D. (2016). Shareholders have a say in executive compensation: Evidence from say-on-pay in the United States. *Journal of Accounting and Public Policy*, 35(1), 19–42. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2015.08.003>
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance*, 54(2), 471–517. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00115>
- Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible. (2011). Madrid.
- Lozano-Reina, G., & Sánchez-Marín, G. (2019). Say on pay and executive compensation: A systematic review and suggestions for developing the field. *Human Resource Management Review*. <https://doi.org/10.1016/j.hrmr.2019.01.004>
- Mangen, C., & Magnan, M. (2012). Say on Pay: A wolf in sheep's clothing? *Academy of Management Perspectives*, 26(2), 86–104. <https://doi.org/10.5465/amp.2010.0098>
- Monem, R., & Ng, C. (2013). Australia's "two-strikes" rule and the pay-performance link: Are shareholders judicious? *Journal of Contemporary Accounting and Economics*, 9(2), 237–254. <https://doi.org/10.1016/j.jcae.2013.10.002>
- Morgan, A., Poulsen, A., & Wolf, J. (2006). The evolution of shareholder voting for executive compensation schemes. *Journal of Corporate Finance*, 12(4), 715–737. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2005.06.001>
- Murphy, K. J. (2013). Executive compensation: Where we are, and how we got there. In G. Constantinides, M. Harris, & R. Stulz (Eds.), *Handbook of the economics of finance* (2A ed.). New York: Elsevier Science North Holland.
- Oliver, C. (1992). The antecedents of desinstitutionalization. *Organization Studies*, 13(4), 563–588. <https://doi.org/10.1177/017084069201300403>
- Sánchez-Marín, G., Lozano-Reina, G., Baixauli-Soler, J. S., & Lucas-Pérez, M. E. (2017). Say on pay effectiveness, corporate governance mechanisms, and CEO compensation alignment. *BRQ Business Research Quarterly*, 20(4). <https://doi.org/10.1016/j.brq.2017.07.001>
- Stathopoulos, K., & Voulgaris, G. (2016). The importance of shareholder activism: The case of Say-on-Pay. *Corporate Governance: An International Review*, 24(3), 359–370. <https://doi.org/10.1111/corg.12147>
- Tosi, H. L., & Gomez-Mejia, L. R. (1994). CEO compensation monitoring and firm performance. *Academy of Management Journal*, 37(4), 1002–1016. <https://doi.org/10.2307/256609>

Young, M. N., Peng, M. W., Ahlstrom, D., Bruton, G. D., & Jiang, Y. (2008). Corporate governance in emerging economies: A review of the principal-principal perspective. *Journal of Management Studies*, 45(1), 196–220. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2007.00752.x>

NOTAS

1. **Agradecimientos.** Este trabajo ha sido realizado con el apoyo del Minsiterio de Ciencia, Innovación y Universidades (Proyectos ECO2014-54301-P y ECO2017-84209-P), de la Universidad de Murcia (bajo el programa FPU), y de la Fundación CajaMurcia.
2. Los consejeros independientes son aquéllos que son escogidos para desempeñar sus funciones sin estar condicionados por ninguna relación con la sociedad ni con sus directivos.
3. La dualidad se refiere a la coincidencia en una persona de los siguientes cargos: director ejecutivo y presidente de la junta directiva.
4. Los consejeros clasificados expresamente como independientes excluyen a los ejecutivos, dominicales y otros externos.
5. Estas medidas rectificadas del SOP surgen de descontar el porcentaje de propiedad concentrado en manos de miembros del consejo de administración, con la finalidad de obtener una imagen más real de los descriptivos del SOP. Es decir, al porcentaje de votos favorables (y, de igual forma, al disenso) se le "descuenta" el porcentaje de votos procedentes de los miembros del consejo de administración que tienen derecho a votar.
6. Los resultados relativos a la estimación de los principales determinantes económico-financieros de la retribución en efectivo y de la retribución total están disponibles bajo petición a los autores.
7. Para simplificar los resultados de las Tablas 4 y 5, sólo se reproducen en este trabajo los resultados obtenidos para el grado de alineación de la retribución total. Los resultados, considerando como variable dependiente el grado de alineación de la retribución en efectivo, son similares y están disponibles bajo petición a los autores.
8. Tras la correspondiente clasificación, del total de las 113 empresas que componen la muestra, 58 empresas son clasificadas como controladas por propietarios, 52 son clasificadas como controladas por directivos y 3 son clasificadas como de propiedad dispersa. En particular, las 3 empresas de propiedad dispersa no son consideradas para esta específica estimación.
9. Pese a no tener en puridad un SOP vinculante, se incluye Australia dentro de esta tipología de SOP dado que introduce en 2011 disposiciones específicas que endurecen los efectos de la votación consultiva.

