

# Activismo accionarial y retribución directiva: la influencia del *say-on-pay* en las empresas cotizadas españolas

**Gabriel Lozano Reina** (autor de contacto)

*Profesor ayudante doctor en el Departamento de Organización de Empresas y Finanzas. Facultad de Economía y Empresa. Universidad de Murcia (España)*

[gabriel.lozano@um.es](mailto:gabriel.lozano@um.es) | <https://orcid.org/0000-0002-1225-3422>

**Gregorio Sánchez Marín**

*Catedrático de Organización de Empresas en el Departamento de Economía y Dirección de Empresas. Facultad de Economía, Empresa y Turismo. Universidad de Alcalá (España)*

[gregorio.sanchez@uah.es](mailto:gregorio.sanchez@uah.es) | <https://orcid.org/0000-0003-0175-814X>

**Juan Samuel Baixauli Soler**

*Catedrático de Economía Financiera y Contabilidad del Departamento de Organización de Empresas y Finanzas. Decano de la Facultad de Economía y Empresa. Universidad de Murcia (España)*

[samuel@um.es](mailto:samuel@um.es) | <https://orcid.org/0000-0003-2444-6894>

Este trabajo ha obtenido el accésit del Premio Estudios Financieros 2022 en la modalidad de Recursos Humanos.

El jurado ha estado compuesto por: doña Ana María Calles Doñate, doña Charo García González, don Juan Sánchez Rodríguez, don Jesús Torres Mateos y don José Ángel Zúñiga Vicente.

Los trabajos se presentan con seudónimo y la selección se efectúa garantizando el anonimato.

## Extracto

El *say-on-pay* (SOP) es una votación realizada en junta general que permite al accionariado pronunciarse –mediante un voto a favor, en contra o una abstención– acerca de la idoneidad de la retribución directiva. Esta votación, implementada originariamente por el Reino Unido en 2002, ha sido acogida en multitud de países, adoptando diversas tipologías. A pesar de las evidencias existentes hasta la fecha, sigue existiendo cierta controversia sobre su efectividad, siendo el contexto español de especial interés por sus especificidades de gobierno corporativo. En este sentido, el objetivo de este trabajo es explorar los efectos del SOP sobre el diseño de la retribución de los CEO de las empresas cotizadas españolas durante el periodo 2013-2020, analizando el grado de activismo existente, así como los efectos de la votación sobre el diseño de los paquetes retributivos. Los resultados indican que el SOP estimula la participación del accionariado en los asuntos de gobierno corporativo relacionados con la retribución, además de fomentar diseños retributivos para los CEO más alineados con los resultados empresariales.

**Palabras clave:** *say-on-pay*; SOP; activismo accionarial; retribución directiva; alineación retributiva; gobierno corporativo; empresas cotizadas españolas.

Recibido: 04-05-2022 / Aceptado: 08-09-2022 / Publicado (en avance *online*): 15-12-2022

**Cómo citar:** Lozano Reina, G., Sánchez Marín, G. y Baixauli Soler, J. S. (2022). Activismo accionarial y retribución directiva: la influencia del *say-on-pay* en las empresas cotizadas españolas. *Revista de Trabajo y Seguridad Social. CEF*, 472, 217-244. <https://doi.org/10.51302/rtss.2023.3359>



# Shareholder activism and executive compensation: the influence of say-on-pay on Spanish listed companies

**Gabriel Lozano Reina** (contributing author)

*Profesor ayudante doctor en el Departamento de Organización de Empresas y Finanzas. Facultad de Economía y Empresa. Universidad de Murcia (España)*

[gabriel.lozano@um.es](mailto:gabriel.lozano@um.es) | <https://orcid.org/0000-0002-1225-3422>

**Gregorio Sánchez Marín**

*Catedrático de Organización de Empresas en el Departamento de Economía y Dirección de Empresas. Facultad de Economía, Empresa y Turismo. Universidad de Alcalá (España)*

[gregorio.sanchez@uah.es](mailto:gregorio.sanchez@uah.es) | <https://orcid.org/0000-0003-0175-814X>

**Juan Samuel Baixauli Soler**

*Catedrático de Economía Financiera y Contabilidad del Departamento de Organización de Empresas y Finanzas. Decano de la Facultad de Economía y Empresa. Universidad de Murcia (España)*

[samuel@um.es](mailto:samuel@um.es) | <https://orcid.org/0000-0003-2444-6894>

This paper has won a **runner-up prize** in the **Financial Studies 2022 Award** in the Human Resources category.

The jury members were: Mrs. Ana María Calles Doñate, Mrs. Charo García González, Mr. Juan Sánchez Rodríguez, Mr. Jesús Torres Mateos y Mr. José Ángel Zúñiga Vicente.

The entries are submitted under a pseudonym and the selection process guarantees the anonymity.

## Abstract

The say-on-pay (SOP) is a voting held at the annual general meeting that allows shareholders to express their views –by voting in favor, against or by abstaining– on executive compensation. This voting, originally implemented by the United Kingdom in 2002, has been implemented in many countries with different typologies. There is still controversy about the effectiveness of this voting, with the Spanish context being of special interest due to its corporate governance particularities. Based on a sample of Spanish listed companies from 2013 to 2020, the aim of this paper is to analyze the effects of SOP on CEO compensation designs by analyzing the degree of shareholder activism existing as well as the impact of voting results on CEO compensation designs. Our results state that the SOP stimulates the participation of shareholders in corporate governance matters related to pay issues, in addition to encouraging CEO compensation more aligned with firm performance.

**Keywords:** say-on-pay; SOP; shareholder activism; executive compensation; aligned compensation; corporate governance; Spanish listed companies.

Received: 04-05-2022 / Accepted: 08-09-2022 / Published (online preview): 15-12-2022

**Citation:** Lozano Reina, G., Sánchez Marín, G. y Baixauli Soler, J. S. (2022). Shareholder activism and executive compensation: the influence of say-on-pay on Spanish listed companies. *Revista de Trabajo y Seguridad Social. CEF*, 472, 217-244. <https://doi.org/10.51302/rts.2023.3359>



## Sumario

1. Introducción
  2. El SOP y la retribución directiva
    - 2.1. Naturaleza y efectividad del SOP
    - 2.2. El SOP en el contexto de las sociedades cotizadas españolas
  3. Metodología
    - 3.1. Muestra y obtención de datos
    - 3.2. Variables
    - 3.3. Análisis y modelos
  4. Resultados
    - 4.1. Resultados descriptivos
    - 4.2. Resultados del análisis de datos de panel
  5. Conclusiones e implicaciones para la práctica empresarial
- Referencias bibliográficas

## 1. Introducción

Las retribuciones recibidas por los altos directivos (y muy especialmente por los consejeros delegados o CEO) de las empresas cotizadas han sido, a menudo, calificadas como desmesuradas y poco relacionadas con el rendimiento (Core *et al.*, 1999; Murphy, 2013). La escasa vinculación de la retribución directiva con la marcha económica de la empresa y la excesiva brecha salarial existente con el resto de los empleados han puesto en entredicho la eficiencia y la equidad retributiva. A ello ha contribuido la escasa independencia y la deficiente capacidad supervisora de los consejos de administración y de los comités retributivos (Baixauli Soler y Sánchez Marín, 2015; Sánchez Marín *et al.*, 2022). Esta situación ha derivado en un descontento generalizado del accionariado de las empresas cotizadas, lo que favorece el fenómeno conocido como «activismo accionarial» –que se define como la capacidad de influencia o presión que tienen los accionistas sobre las políticas y decisiones empresariales adoptadas por sus directivos–. Entre las diferentes alternativas que tiene el accionariado para poner en práctica su activismo –alzar la «voz» para mostrar su descontento, no hacer nada y mostrarse impasible o vender su porcentaje de participación y dejar la empresa (Lozano Reina y Sánchez Marín, 2020; Mangen y Magnan, 2012)–, las relacionadas con la «voz» son las que están ganando cada vez más importancia en relación con el ámbito retributivo.

Las votaciones realizadas en junta general son el mecanismo de gobierno corporativo que permite a los accionistas llevar a la práctica este tipo de activismo relacionado con la «voz». Entre ellas, ha adquirido una especial importancia en tiempos recientes el *say-on-pay* (SOP) (Lozano Reina y Sánchez Marín, 2020; Obermann y Velte, 2018; Stathopoulos y Voulgaris, 2016), una votación realizada en junta general donde los accionistas expresan su opinión –votando a favor, en contra o con una abstención– acerca de la idoneidad de los paquetes retributivos de sus directivos (Alissa, 2015; Ferri y Maber, 2013). Aunque los resultados de las votaciones SOP no suelen obligar a las compañías a modificar las políticas retributivas de los directivos (al menos, en España, donde el resultado de la votación tiene carácter consultivo), cabría esperar que, a mayor activismo accionarial en el ámbito del SOP, mayor sea la comunicación entre el accionariado y los comités retributivos, fomentando que los diseños retributivos de los directivos tengan en consideración los intereses de todas las partes implicadas o *stakeholders* (Brunarski *et al.*, 2015; Kimbro y Xu, 2016). De forma similar, la potencial mala reputación para una empresa derivada de una desaprobación multitudinaria de la retribución de los directivos debe alertar a los consejos de administración para mejorar la eficiencia de los diseños retributivos (Correa y LeI, 2016; Ferri y Maber, 2013), pues, cada vez más, los resultados desfavorables en la votación SOP

se interpretan como «mociones de confianza» o «llamadas de atención» al equipo directivo en relación con la idoneidad de su gestión empresarial<sup>1</sup>.

La votación SOP fue implementada originariamente en el Reino Unido en 2002 con la finalidad de alcanzar un triple objetivo (*The Directors' Remuneration Report Regulations 2002*<sup>2</sup>): (1) aumentar la rendición de cuentas acerca de las retribuciones que reciben los altos directivos; (2) incrementar la transparencia de las organizaciones; y (3) fomentar una mayor vinculación entre las retribuciones y el rendimiento empresarial (Ferri y Maber, 2013). En las dos últimas décadas, el SOP ha ido ganando cada vez más importancia como mecanismo de control y supervisión de la retribución directiva, incrementándose paulatinamente el número de países que han otorgado un rango legal a las tradicionales recomendaciones de voto existentes –como parte fundamental de las políticas y procesos de fomento del buen gobierno corporativo–. España no se ha mostrado ajena a este fenómeno y en el año 2011 decide otorgar a dicha recomendación un rango legal para exigir su obligatoriedad, sin perjuicio de conservar la votación un carácter meramente consultivo.

El conjunto de evidencias apoya mayoritariamente la efectividad del SOP (Alissa, 2015; Baixauli Soler *et al.*, 2021; Conyon y Sadler, 2010; Correa y Lel, 2016; Ferri y Maber, 2013; Sánchez Marín *et al.*, 2017), poniendo de manifiesto una serie de mejoras en la eficiencia y equidad de las retribuciones de los altos directivos –que abarcan desde la reducción de los niveles salariales excesivos, hasta la eliminación de partidas retributivas controvertidas y el incremento de la sensibilidad entre retribuciones y resultados empresariales (Cai y Walkling, 2011; Correa y Lel, 2016; Kimbro y Xu, 2016)–. Además, estos efectos son más acentuados conforme es mayor el porcentaje de accionistas que muestra su desaprobación en la votación SOP y cuanto más ineficientes son consideradas las retribuciones por parte del accionariado (Ferri y Maber, 2013). Sin embargo, es cierto que los hallazgos no han mostrado un patrón uniforme (Lozano Reina y Sánchez Marín, 2020). Algunos estudios no han encontrado relaciones significativas entre los resultados de la votación SOP y los cambios en los diseños retributivos e, incluso, algunos otros han mostrado consecuencias retributivas desfavorables tras la implementación del SOP, tal y como se pone de manifiesto en el siguiente epígrafe.

A estas contradicciones hay que sumar el contexto legal en el que se desarrolla el SOP. La votación SOP, en función de la legislación imperante en cada país, puede adoptar diferente naturaleza. Por un lado, la realización de la votación puede ser voluntaria u obligatoria para las organizaciones y, por otro lado, los resultados obtenidos en la votación pueden ser preceptivos o meramente consultivos (véanse las revisiones de Lozano Reina y Sánchez Marín, 2020; y Stathopoulos y Voulgaris, 2016). Así, mientras que en el Reino Unido las votaciones

<sup>1</sup> Esto ha sucedido recientemente en la junta general de BBVA, cuyos accionistas han mostrado un rechazo histórico a las retribuciones del consejo de administración de la entidad del periodo 2021 (Ortín, 2022), siendo cada vez mayor el porcentaje de accionistas que muestra su insatisfacción acerca de las retribuciones de sus altos directivos.

<sup>2</sup> Véase <https://www.legislation.gov.uk/uksi/2002/1986/contents/made>

del SOP son obligatorias y sus resultados vinculantes, en una gran variedad de países que han incorporado el SOP se ha optado por una modalidad más laxa (como sucede en España), adoptando esta votación una naturaleza preceptiva (obligatoria), pero cuyos resultados tienen carácter meramente consultivo (no obligan a cambios por parte de las empresas).

Asimismo, el contexto de gobierno corporativo en el que las empresas desarrollan su actividad se ha mostrado como un elemento que puede condicionar fuertemente la efectividad del SOP. Son dos los modelos de gobierno corporativo que predominan en el ámbito internacional (Franks y Mayer, 1992): el modelo angloamericano y el europeo-continental. Se trata de modelos muy diferentes –en términos de concentración de accionistas, de liquidez del mercado de valores y de propiedad interconectada– que determinan fuertemente las características y rasgos principales del gobierno de las empresas, así como los mecanismos de control para hacer frente a los potenciales problemas de separación de la propiedad y del control (Ooghe y De Langhe, 2002). El modelo de gobierno corporativo español, propio de la Europa continental, está caracterizado por una elevada concentración de propiedad en accionistas mayoritarios que suelen asumir tareas de gestión y por una escasa protección de los accionistas minoritarios (Lozano Reina *et al.*, 2019). En este contexto de potenciales conflictos principal-principal (Baixauli Soler y Sánchez Marín, 2015), el SOP puede representar un importante contrapeso como mecanismo de control de la retribución directiva.

Así, en el ámbito español, considerando la naturaleza de la votación SOP y las particularidades del sistema de gobierno corporativo en el que esta se desarrolla, las evidencias son todavía muy escasas y necesitan de análisis adicionales que permitan vislumbrar sobre la efectividad real de este mecanismo de supervisión (Sánchez Marín *et al.*, 2017). Resulta de interés, por tanto, analizar hasta qué punto el SOP está fomentando un mayor activismo accionarial y, lo que aún es más importante, si está influyendo positivamente en un diseño más eficiente de los paquetes retributivos de los directivos en el ámbito de las grandes corporaciones españolas. Específicamente, los objetivos de este estudio son, por una parte, examinar el grado de activismo accionarial (de tipo retributivo) existente en España desde la implementación del SOP y, por otro lado, analizar cómo esta votación impacta sobre los diseños retributivos de los CEO; para ello, se analizan los potenciales efectos del SOP sobre los niveles retributivos y sobre la composición del paquete –o *mix*– retributivo. Para abordar estos objetivos y contrastar empíricamente estas proposiciones, este trabajo está basado en el análisis de las retribuciones de los CEO –como representantes principales de los equipos de alta dirección y cuyas retribuciones contienen la esencia de las políticas salariales corporativas– del conjunto de las empresas españolas cotizadas y considerando el periodo completo de años sobre los que existen referencias en relación con la votación SOP (2013-2020).

Este trabajo está estructurado de la forma indicada a continuación. Después de esta introducción, se describe la naturaleza y efectividad del SOP, además de examinarse la votación SOP dentro del contexto empresarial español. Tras ello, se detalla la metodología, para, seguidamente, describir los resultados obtenidos tras los análisis realizados. Finalmente, las principales conclusiones son expuestas y, sobre la base de ellas, se discuten las principales implicaciones para la práctica empresarial.

## 2. El SOP y la retribución directiva

### 2.1. Naturaleza y efectividad del SOP

Teniendo en cuenta las condiciones de información asimétrica y la búsqueda de los intereses personales (Mangen y Magnan, 2012), un contrato retributivo eficiente puede ser definido, desde una perspectiva de agencia, como aquel en el que la retribución aparece vinculada con los resultados de la empresa –lo que determina, a su vez, la riqueza de los accionistas (Jensen y Murphy, 1990)–. En este ámbito, el SOP, como mecanismo alternativo de gobierno corporativo y dinamizador del activismo accionarial, pretende incrementar el poder y la capacidad de control del accionariado sobre los diseños retributivos de los altos directivos (Conyon y Sadler, 2010; Kimbro y Xu, 2016). A través de una votación –en contra, a favor o una abstención–, los accionistas expresan su visión acerca de la idoneidad de los diseños retributivos para los altos directivos de su corporación, ofreciéndoles una gran oportunidad de bajo coste para proporcionar una retroalimentación periódica a la cúpula directiva en el ámbito retributivo (Gregory-Smith *et al.*, 2014). La finalidad del SOP es precisamente fomentar que la vinculación entre retribución y resultados sea lo más estrecha posible, promoviendo la eliminación de todos aquellos diseños salariales que no reflejen los intereses de los *stakeholders* (en particular, de los propietarios o de la propia empresa) y/o no sean fruto de unas condiciones óptimas de negociación (Lozano Reina y Sánchez Marín, 2020; Stathopoulos y Voulgaris, 2016).

La efectividad del SOP ha sido puesta en «tela de juicio» dado que, mientras algunos estudios sostienen que el SOP es un mecanismo de supervisión y control eficaz para promover retribuciones más eficientes y justas, otras evidencias apuntan a que esta votación no es del todo eficaz (Lozano Reina y Sánchez Marín, 2020; Obermann y Velte, 2018; Stathopoulos y Voulgaris, 2016). Se pueden diferenciar tres corrientes acerca de cómo es la efectividad del SOP sobre los diseños retributivos (Lozano Reina y Sánchez Marín, 2020): una favorable, otra desfavorable y una última considerada como neutral. Los estudios que se alinean con una visión favorable del SOP indican que esta votación logra reducir las retribuciones de los CEO y aumenta el vínculo entre retribución y resultados (Baixauli Soler *et al.*, 2021; Balsam *et al.*, 2016; Cai y Walkling, 2011; Kimbro y Xu, 2016). En este sentido, Ferri y Maber (2013) observan un marcado incremento en la sensibilidad retributiva cuando los resultados empresariales no son favorables –lo que es especialmente acusado en aquellas organizaciones que obtienen una alta desaprobación–. De forma similar, Correa y LeI (2016) encuentran que la reducción en las retribuciones de los CEO y su vinculación a los resultados empresariales son mayores en los países que tienen implementada legislación sobre el SOP, favoreciéndose en estos contextos el aumento de la transparencia y la alineación retributiva. Yéndose más allá, Kimbro y Xu (2016) y Balsam *et al.* (2016) indican que los accionistas están capacitados para identificar cuándo los CEO de sus empresas reciben retribuciones ineficientes, siendo en estos casos cuando muestran su disconformidad

a través de un voto negativo. Además, estos votos desfavorables derivan en un descenso retributivo en los años posteriores.

En el lado opuesto, existen otros trabajos que arrojan una visión más controvertida del SOP (Bainbridge, 2009; Brunarski *et al.*, 2015; Levit y Malenko, 2011), que puede estar amparada en el hecho de que el SOP no logra verdaderamente transmitir los puntos de vista de los accionistas –no teniendo, por tanto, un papel de asesoramiento para la gerencia de las organizaciones (Levit y Malenko, 2011)–. En este sentido, Brunarski *et al.* (2015) evidencian que los CEO que reciben retribuciones consideradas como ineficientes, cuando reciben un bajo apoyo en el SOP, intentan apaciguar a los accionistas mediante actos superfluos que verdaderamente no suponen cambios en las retribuciones ni favorecen la riqueza del accionista. Estas prácticas superfluas, que son consideradas como «escaparatismo», no son bien vistas por el accionariado, lo que se traduce en una reducción del valor de la empresa (Brunarski *et al.*, 2015). Por ello, Bainbridge (2009) opina que es mejor dejar el diseño retributivo en manos de los consejos de administración, dado que están más informados que los accionistas para diseñar las retribuciones (Bainbridge, 2009).

Finalmente, existen otros trabajos que no obtienen efectos significativos –ni en sentido positivo ni negativo– del SOP sobre las retribuciones de los CEO, como el de Conyon y Sadler (2010), quienes – pese a verificar que las propuestas en materia retributiva atraen un mayor disenso de votos que las propuestas de otra naturaleza– no encuentran una clara evidencia de que un bajo apoyo en el SOP conlleve una disminución futura de las retribuciones. Alissa (2015), por su parte, tampoco encuentra evidencia de que exista una reacción en las retribuciones con independencia del resultado obtenido en el SOP –a menos que el resultado empresarial no sea bueno–. En una línea similar, Armstrong *et al.* (2013) sugieren que la confianza de los accionistas, expresada a través del apoyo manifestado en las votaciones consultivas, no afecta verdaderamente a las políticas de retribución de los CEO, no encontrando evidencia de que un rechazo de los accionistas disminuya las retribuciones que sus CEO reciben con posterioridad a la votación.

La divergencia en los resultados obtenidos puede estar fundamentada por la naturaleza que el SOP tiene en cada uno de los contextos analizados dado que esta votación no es un mecanismo homogéneo (Lozano Reina y Sánchez Marín, 2020). En este sentido, existen diversas tipologías dependiendo, por un lado, de si la realización de la votación tiene carácter preceptivo o voluntario para las organizaciones, y, por otro lado, según sus resultados sean vinculantes o consultivos, tal y como se pone de manifiesto en la tabla 1. Respecto de la realización de la votación, esta es introducida en la mayor parte de los países como una mera recomendación de buen gobierno. Sin embargo, dado el escaso grado de cumplimiento que tienen las recomendaciones, la mayor parte de los países optan por elevarla a rango legal para darle un carácter preceptivo. Por su parte, los resultados de la votación SOP pueden ser vinculantes o consultivos para las empresas –en función de si deben o no ser considerados de manera preceptiva por parte de las empresas–. Considerando ello, y tal y como se muestra en la tabla 1, se podrían diferenciar tres grandes tipologías de SOP: (1) voluntario y consultivo; (2) preceptivo y consultivo; y (3) preceptivo y vinculante.

**Tabla 1. Tipologías de SOP según su naturaleza legal**

Tipología de SOP	Definición	Países en los que se aplica
Voluntario y consultivo	La realización de la votación por parte de las empresas es meramente voluntaria (a modo de recomendación de buen gobierno). En la misma línea, los resultados obtenidos no vinculan necesariamente a la organización.	Canadá, Alemania
Preceptivo y consultivo	Las empresas deben realizar la votación de forma obligatoria en junta general (dado que la misma tiene rango legal). Sin embargo, los resultados obtenidos tras la votación no vinculan necesariamente a la empresa.	España, Bélgica, Estados Unidos o Italia
Preceptivo y vinculante	Las empresas deben realizar la votación de forma obligatoria en junta general (dado que la misma tiene rango legal). Además, los resultados obtenidos en la votación sí vinculan a la organización, teniendo que ser tomados en consideración.	Reino Unido, Noruega, Suecia, Suiza, Japón

Fuente: elaboración propia.

En todo caso, a pesar de la divergencia existente en la literatura, las evidencias se inclinan mayoritariamente hacia una visión favorable del mecanismo del SOP, encontrando que esta votación tiende a favorecer diseños retributivos para los altos directivos más moderados en su cuantía total y mejor vinculados a los intereses de los accionistas y a la evolución económica de la empresa, al mismo tiempo que se fomenta una mayor transparencia y divulgación retributiva (Lozano Reina y Sánchez Marín, 2020). Se puede afirmar, por tanto, que los accionistas, cada vez más informados y en disposición de datos más fiables, son capaces de valorar racionalmente –mediante la votación SOP– las retribuciones de sus altos directivos para inducir a las propias organizaciones a adoptar diseños retributivos más eficientes y equitativos. Cada vez es mayor la proporción de accionistas que suelen mostrar su oposición a las retribuciones cuando consideran que las políticas retributivas de sus altos directivos no son idóneas –bien por ser excesivas o bien por no estar vinculadas al rendimiento empresarial– (Balsam *et al.*, 2016). Este mayor activismo accionarial a través del SOP tiene el potencial de conseguir una reducción de los niveles retributivos, al tiempo que promueve el uso de componentes de carácter variable ligados a la marcha económica de la organización.

## 2.2. El SOP en el contexto de las sociedades cotizadas españolas

Como se ha puesto de manifiesto en el epígrafe anterior, las diferentes tipologías de votación y la variedad de contextos de gobierno corporativo son factores fundamentales

que influyen en la efectividad del SOP y que pueden estar detrás de las evidencias dispares que presenta la literatura. Así lo reflejan Mangen y Magnan (2012), al sostener que la efectividad del SOP está condicionada por dos aspectos que se consideran como los principales desafíos de la votación: (1) contrarrestar el poder de los altos directivos sobre el consejo de administración; y (2) reducir las asimetrías de información. Ambos aspectos están influenciados por las particularidades existentes en la normativa de gobierno corporativo de cada territorio.

Con relación al primer aspecto, los altos directivos suelen ejercer una elevada influencia sobre el consejo de administración y la toma de decisiones en materia retributiva, siendo difícil disminuir este poder o discrecionalidad que afecta a la efectividad del SOP (Baixauli Soler *et al.*, 2021). Este poder se puede ver reflejado a través de la participación de los altos directivos en la propiedad de la empresa, en su pertenencia a los consejos de administración o por la existencia de dualidad –esto es, cuando el presidente del consejo de administración es también el máximo ejecutivo de la organización– (Dalton y Dalton, 2011). En relación con la retribución, determinados estudios evidencian que un mayor poder de los altos directivos sobre el consejo de administración se relaciona con una mayor retribución (Sánchez Marín *et al.*, 2011; Zajac y Westphal, 1995), siendo necesario amortiguar ese poder y discrecionalidad individual que poseen dichos altos directivos (Baixauli Soler *et al.*, 2021). Por otro lado, en relación con la información asimétrica, el consejo de administración –como órgano responsable de establecer la retribución de los altos directivos– debe contar con toda la información necesaria sobre las capacidades de los altos directivos, sus habilidades y competencias, así como sobre el grado de alcance de los objetivos y sus niveles de rendimiento, para así disponer de todos los recursos informativos que posibiliten la adopción de decisiones retributivas equitativas y eficientes (Mangen y Magnan, 2012). En este contexto, el problema reside en que los consejos de administración no cuenten con la información necesaria para adoptar diseños retributivos eficientes; o, de tenerla, no tomen decisiones suficientemente objetivas y razonadas sobre la base de esta, estableciendo contratos retributivos subóptimos o ineficientes.

Considerando la influencia de ambos factores en la efectividad del SOP, analizamos a continuación la naturaleza jurídica de la votación SOP en España y el contexto de gobierno corporativo en el que opera la empresa cotizada española. Con respecto al primer factor (naturaleza jurídica del SOP), las pobres alineaciones evidenciadas entre la retribución de los directivos y los resultados empresariales (Baixauli Soler y Sánchez Marín, 2011, 2015) y el escaso cumplimiento de las recomendaciones de someter a votación consultiva la retribución (Comisión Nacional del Mercado de Valores –CNMV–, 2006, 2015) conducen al legislador a elevar dicha recomendación a rango legal para exigir la obligatoriedad de la misma, sin perjuicio de conservar la votación un carácter meramente consultivo. Así, la Ley 2/2011, de 4 de marzo, de economía sostenible, incorporó la votación SOP a la normativa española otorgándole carácter «preceptivo» (las empresas tienen la obligación de someter anualmente la retribución de sus directivos a votación por parte del accionariado),

pero «consultivo» a los resultados obtenidos (las empresas tienen la potestad de decidir si modifican o no las políticas retributivas de sus directivos a la vista de la opinión manifestada por sus accionistas).

Con relación al segundo factor (contexto de gobierno corporativo), el modelo de gobierno corporativo en el que opera la empresa cotizada española presenta características propias del modelo europeo-continental (La Porta *et al.*, 1999). La empresa española se caracteriza, en este sentido, por presentar una estructura de propiedad muy concentrada en manos de pocos accionistas mayoritarios que suelen ejercer el control efectivo, en la que los cruces de propiedad entre accionistas dominantes están muy extendidos, con cambios lentos en la propiedad de los bloques de acciones que otorgan el control debido a un mercado de capitales (de control de empresas) poco desarrollado y escasamente líquido (Baixauli Soler y Sánchez Marín, 2015; La Porta *et al.*, 1999). A esto hay que añadir la escasa protección legal de inversores y accionistas minoritarios –que apenas tienen capacidad para poder controlar–, así como la presencia de estructuras orgánicas de carácter no dual en las que los consejos de administración realizan simultáneamente funciones de dirección y de supervisión (De Andrés *et al.*, 2005). En este contexto de gobierno corporativo, existe un potencial conflicto principal-principal (Morck *et al.*, 2005; Young *et al.*, 2008), en el que los accionistas dominantes (quienes ejercen un alto grado de control sobre el consejo de administración), si bien tienen el poder y los incentivos para supervisar eficientemente a los altos directivos –e influir en un apropiado diseño de sus retribuciones–, también presentan un alto riesgo (moral) de entrar en connivencia con tales directivos –o, incluso, de ejercer ellos mismos como altos directivos–, aprobando o fijándose a sí mismos elevadas retribuciones poco alineadas con los resultados de la empresa, que pueden suponer una expropiación de rentas –o *tunneling*– (Johnson *et al.*, 2000) de los accionistas minoritarios (por parte de los dominantes) por la vía de la retribución.

En este contexto de fuerte poder de los propietarios-directivos y de escasa independencia de los mecanismos de supervisión tradicionales (consejo de administración y comité de retribuciones), cobra especial significado –e impacto– la votación SOP como mecanismo alternativo –y muchas veces único– de control de las retribuciones de los altos directivos. Estudios como los de Balsam *et al.* (2016) y Kimbro y Xu (2016) han puesto de manifiesto que los accionistas son capaces de identificar las retribuciones que son desproporcionadas, siendo precisamente en esos casos cuando se suele emitir un voto desfavorable. Los accionistas, pues, suelen mostrar comportamientos racionales y no votan en contra de las retribuciones de sus altos directivos por el mero hecho de ser elevadas, sino cuando las mismas son valoradas como injustas e ineficientes (Brunarski *et al.*, 2015). Cuando una parte del accionariado emite un voto de disenso (ya sea un voto negativo o una abstención), las empresas tienden a atender esa opinión para evitar verse perjudicadas por la publicidad adversa que puede derivarse de una alta disconformidad –con la consiguiente pérdida de reputación que ello les puede suponer– (Ertimur *et al.*, 2013). Por los citados motivos, en España, a pesar de que la votación tenga un carácter meramente consultivo, es de esperar que los consejos de administración sí tengan en consideración los resultados de la

votación SOP. Y, de hecho, las escasas evidencias empíricas en el ámbito español (Lozano Reina *et al.*, 2019; Sánchez Marín *et al.*, 2017) señalan que, además de reforzar el vínculo retribución-desempeño, una votación SOP con resultado desfavorable también incrementa la sensibilidad de la retribución sobre el rendimiento empresarial, disminuyendo las desproporcionadas retribuciones de los altos directivos establecidas al margen de la marcha económica de la empresa.

El SOP, por tanto, puede contrarrestar el poder que tradicionalmente han tenido los altos directivos de la empresa cotizada española sobre las decisiones tomadas por los consejos de administración de sus organizaciones, aumentando el activismo accionario en el ámbito retributivo y reconduciendo los paquetes retributivos de la cúpula directiva hacia diseños más vinculados al rendimiento y valor empresarial acordes a los intereses del conjunto de propietarios.

### 3. Metodología

#### 3.1. Muestra y obtención de datos

La muestra se compone del conjunto de empresas no financieras que cotizan en el mercado bursátil español durante el periodo 2013-2020 (periodo completo de años sobre los que existen referencias en relación con la votación SOP). El periodo temporal es iniciado en el año 2013, ya que la información sobre la votación SOP no es mostrada en los informes sobre retribución de los consejeros hasta ese mismo año –a pesar de que, en realidad, el SOP entrase en vigor a partir de la Ley de economía sostenible (2011)–. Tras excluir a aquellas organizaciones para las que no se dispone de suficiente información y tras depurar la muestra eliminando los valores considerados como extremos, se obtiene un número final de empresas que asciende a 107.

Por su parte, los datos para realizar el presente estudio se extraen, por un lado, a partir de la información aportada por las sociedades cotizadas españolas en los informes sobre retribución de los consejeros y en los informes de gobierno corporativo publicados cada año por la CNMV<sup>3</sup>. En particular, los datos sobre la votación SOP y sobre la retribución de los CEO son extraídos de los informes sobre retribución de los consejeros, mientras que los informes de gobierno corporativo permiten extraer las variables de gobierno corporativo, además de resultar de utilidad para conocer quién es el CEO de cada una de las empresas objeto de estudio. Por otro lado, de la base de datos SABI (Sistema de Análisis de Balances Ibéricos) son extraídas las variables de control (cuya naturaleza es económico-financiera).

<sup>3</sup> Véase <http://cnmv.es/portal/Menu/Registros-Oficiales.aspx>

### 3.2. Variables

Los cuatro grupos de variables utilizadas para el estudio empírico se describen en detalle en la tabla 2. En primer lugar, las variables relacionadas con la votación SOP –definida, como se ha indicado anteriormente, como el «porcentaje de votos (a favor, en contra y abstenciones) recibido por parte de los accionistas en cada junta general»–. Los accionistas emitirán un voto de disenso (esto es, un voto negativo o una abstención) cuando, tras evaluar las retribuciones recibidas por sus directivos, creen que dichos paquetes salariales son ineficientes o excesivos. Por otro lado, los accionistas emitirán un voto a favor cuando consideren que la retribución recibida por sus directivos es acorde con su desempeño y con el devenir de la organización. En segundo lugar, se emplean dos variables retributivas como variables dependientes, una referida al nivel retributivo y otra a la composición del paquete –o *mix*– retributivo. En tercer lugar, se controlan diversas variables de gobierno corporativo dada la relevancia que tienen en el contexto analizado (Sánchez Marín *et al.*, 2017): tres variables están relacionadas con el consejo de administración y una está asociada al comité retributivo. Finalmente, y complementando a las variables de gobierno corporativo, se controlan diversas variables económico-financieras que la literatura indica como potenciales factores que afectan al diseño retributivo del CEO.

Tabla 2. Descripción de variables

Variable	Descripción	Fuente
Activismo accionarial (ACTIVISMO)	Variable continua que recoge la participación de los accionistas en el SOP, considerando el porcentaje de los votos emitidos en junta general sobre el total de votos posibles.	
Votación SOP Disenso (DISENSO)	Variable continua que considera la suma del porcentaje de abstenciones y votos negativos sobre el total de votos emitidos, lo que representa el grado de insatisfacción de los accionistas con la retribución de sus altos directivos.	CNMV
Elevado versus bajo disenso	Variable dicotómica que toma el valor 1 cuando la suma del porcentaje de abstenciones y votos negativos sobre el total de votos emitidos es igual o superior al 10% (ALTO_DIS), y toma el valor 0 cuando la suma del porcentaje de abstenciones y votos negativos sobre el total de votos emitidos es inferior al 10% (BAJO_DIS).	



Variable	Descripción	Fuente
Retribución del CEO	<p>Nivel retributivo (RET_NIVEL)</p> <p>Resulta de la suma de las siguientes partidas: sueldo, remuneración fija, dietas, remuneración por pertenencia a comisiones del consejo, retribución variable a corto y largo plazo, y otros conceptos. Siguiendo la literatura previa, se calcula el logaritmo natural de esta variable para reducir la dispersión existente (Kimbro y Xu, 2016).</p>	CNMV
	<p>Composición del paquete retributivo (RET_MIX)</p> <p>Proporción que representan los componentes retributivos de carácter variable sobre el total retributivo recibido por cada uno de los CEO.</p>	
Gobierno corporativo	<p>Independencia del consejo (INDEP_CONSEJO)</p> <p>Variable continua que recoge el porcentaje de consejeros calificados como independientes sobre el total de consejeros que forman parte del consejo de administración.</p>	CNMV
	<p>Dualidad (DUAL)</p> <p>Variable dicotómica que toma el valor 1 si existe dualidad (es decir, si el puesto de presidente del consejo de administración y el de CEO o máximo ejecutivo de la empresa es ocupado por la misma persona) y el valor 0 en caso contrario.</p>	
	<p>Propiedad del consejo (PROP_CONSEJO)</p> <p>Variable continua que recoge el porcentaje de propiedad de la empresa que se posee en manos de miembros del consejo de administración de cada organización.</p>	
	<p>Independencia del comité retributivo (INDEP_COMRET)</p> <p>Variable continua que recoge el porcentaje de consejeros calificados como independientes sobre el total de consejeros que forman parte del comité retributivo.</p>	
Variables de control	<p>Tamaño de la organización (VENTAS)</p> <p>Variable continua que recoge las ventas anuales de cada compañía. Con la finalidad de reducir la dispersión en los datos, se calcula el logaritmo natural de esta variable.</p>	SABI
	<p>Rentabilidad económica (ROA)</p> <p>Se calcula como la ratio entre el beneficio antes de intereses e impuestos y el activo total de cada empresa.</p>	
	<p>Flujo libre de caja (CASHFLOW)</p> <p>Se calcula como la ratio entre el flujo de caja libre y el valor de mercado de la empresa (midiéndose el flujo de caja libre como las entradas de efectivo procedentes de las operaciones de la organización).</p>	

Fuente: elaboración propia.

### 3.3. Análisis y modelos

Se utiliza una metodología de análisis de datos de panel sobre los dos modelos propuestos a continuación. Esta metodología es adecuada en este ámbito de estudio dada la heterogeneidad que caracteriza a los CEO, existiendo rasgos y características de los mismos que resultan sumamente difíciles de obtener o de medir (como pueden ser sus capacidades y/o habilidades). A través de este tipo de metodología de análisis, es posible controlar esa heterogeneidad inobservable –dado que, en caso de no ser controlada, los resultados obtenidos podrían considerarse como sesgados–.

El modelo 1 se plantea para contrastar la influencia que tiene un SOP desfavorable sobre el nivel retributivo. En este sentido, la variable dependiente es el nivel retributivo (RET\_NIVEL), definido en la tabla 2. Por su parte, las variables independientes son el disenso obtenido en la votación SOP (DISSENSO), las variables de gobierno corporativo y las variables de control.

$$\text{RET\_NIVEL}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \times \text{DISSENSO}_{it-1} + \beta_2 \times \text{INDEP\_CONSEJO}_{it} + \beta_3 \times \text{DUAL}_{it} + \beta_4 \times \text{INDEP\_COMRET}_{it} + \beta_5 \times \text{PROP\_CONSEJO}_{it} + \beta_6 \times \text{Variables de control}_{it} + \eta_i + \psi_i + d_t + e_{it} \quad (1)$$

Seguidamente, el modelo 2 se plantea en términos similares para examinar la influencia que tiene el diseño del SOP sobre la composición del paquete –o *mix*– retributivo con la finalidad de analizar si el SOP promueve una mayor utilización de los componentes retributivos de carácter variable –dado que están más vinculados a la marcha económica de la organización–.

En este sentido, la variable dependiente es la composición del paquete retributivo (RET\_MIX), definido conforme es indicado en la tabla 2. Por su parte, las variables independientes y las variables de control son las mismas que se definen para el modelo 1.

$$\text{RET\_MIX}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \times \text{DISSENSO}_{it-1} + \beta_2 \times \text{INDEP\_CONSEJO}_{it} + \beta_3 \times \text{DUAL}_{it} + \beta_4 \times \text{INDEP\_COMRET}_{it} + \beta_5 \times \text{PROP\_CONSEJO}_{it} + \beta_6 \times \text{Variables de control}_{it} + \eta_i + \psi_i + d_t + e_{it} \quad (2)$$

Además de testarse los modelos 1 y 2 usando la muestra total de empresas, también son testados segmentando la muestra entre aquellas organizaciones que reciben un elevado disenso (ALTO\_DIS) y aquellas que reciben un bajo disenso (BAJO\_DIS), de la forma en la que se ha definido esta variable en la tabla 2.

## 4. Resultados

### 4.1. Resultados descriptivos

La tabla 3 recoge los estadísticos descriptivos de los tres grupos principales de variables que se incluyen en este estudio (votación SOP, retribución del CEO y gobierno corporativo). Respecto del análisis de las variables relacionadas con la votación SOP, se puede apreciar que existe un elevado grado de activismo accionarial dado que alrededor del 79 % de accionistas suele participar en las votaciones anuales realizadas en junta general para emitir su opinión acerca de los paquetes salariales de sus directivos. Del total de accionistas que participan en la votación SOP, en torno al 8 % suele mostrar, en promedio, un voto de disenso o insatisfacción (bien sea a través de un voto negativo, bien sea absteniéndose). En todo caso, este dato debe ser tomado con cierta cautela dado que, como se aprecia, existe una elevada dispersión en los datos, que van desde el 0 % de disenso en algunas empresas hasta el 100 % en otras. Por su parte, tras segmentar la muestra –entre empresas que reciben un elevado disenso y empresas que reciben un bajo disenso–, se obtiene que, en término medio, un 30 % de las organizaciones de la muestra reciben un disenso considerado como «alto» (esto es, un disenso igual o superior al 10 %).

Con relación a las variables retributivas, la retribución media del CEO es (en logaritmos) 13,28, lo que, traducido a euros, supone una retribución media durante el periodo 2013-2020 de 1,1 millones de euros. Existe, sin embargo, una elevada dispersión en las cifras debido a la heterogeneidad de empresas analizadas, llegando a existir CEO que han cobrado cerca de 10 millones de euros.

Por otra parte, si nos centramos en el *mix* retributivo o proporción que representan los componentes salariales de tipo variable sobre el total de la retribución del CEO, estos ascienden a algo más del 27 %, existiendo nuevamente una elevada dispersión –dado que hay empresas cotizadas donde directamente no hay componentes de naturaleza variable, mientras que en otras organizaciones dichos componentes llegan a representar el 100 % del paquete retributivo–. Por último, respecto de las variables de gobierno corporativo, la tabla 3 muestra que los consejos de administración tienen una proporción de consejeros independientes de un 39 %, en promedio; mientras que el grado de independencia en los comités retributivos asciende al 62 %. La dualidad, por su parte, está descendiendo cada

vez más en el tejido empresarial español, siendo inferior al 30 % durante el periodo analizado. Finalmente, los miembros de los consejos de administración poseen, por término medio, un 30 % de las acciones de las empresas cotizadas.

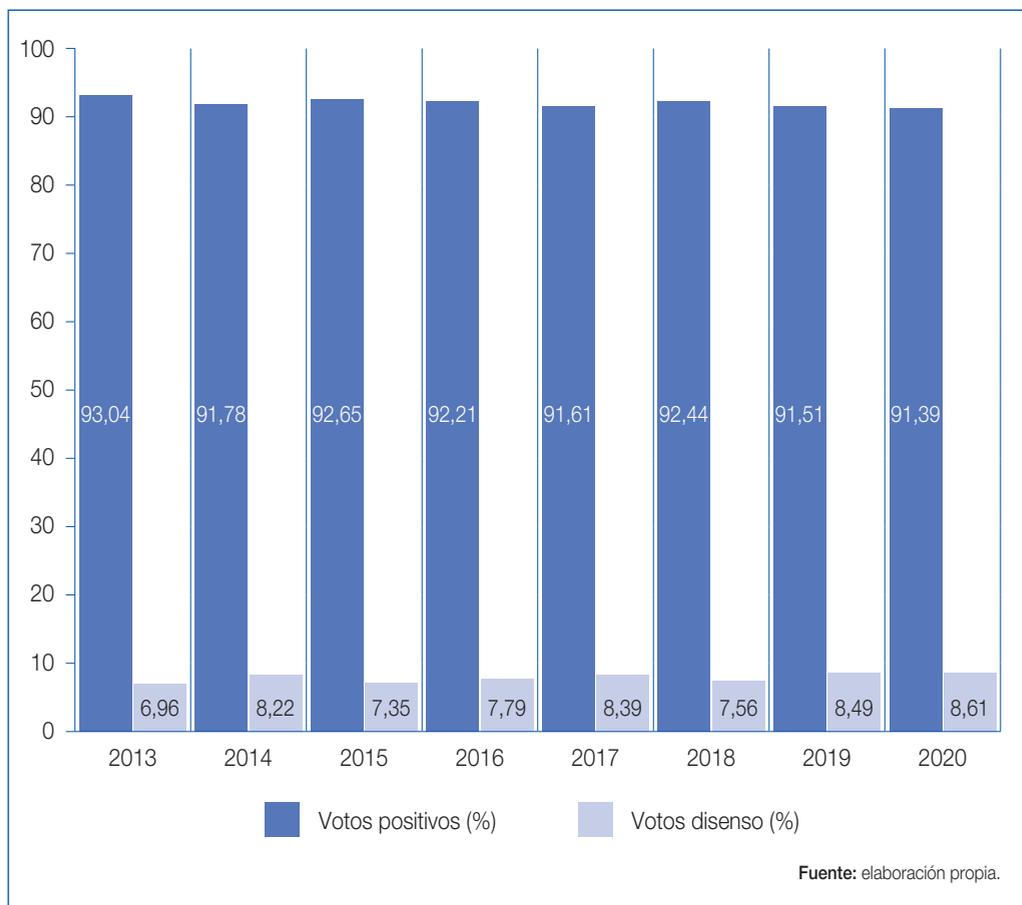
Tabla 3. Descriptivos de las variables principales (2013-2020)

		Media	Mediana	Desviación típica	Mínimo	Máximo
Votación SOP	ACTIVISMO	78,59	79,93	18,64	12,38	100
	DISENSO	7,77	2,45	12,36	0	100
	DISENSO_D	0,28	0	0,45	0	1
Retribución del CEO	RET_NIVEL	13,28	13,42	1,25	8,51	16,31
	RET_MIX	27,5	25,23	22,53	0	100
Gobierno corporativo	INDEP_CONSEJO	39,22	37,5	16,57	0	100
	DUAL	0,29	0	0,45	0	1
	PROP_CONSEJO	29,99	16,16	24,3	0	99,5
	INDEP_COMRET	62,01	66,67	22,49	0	100

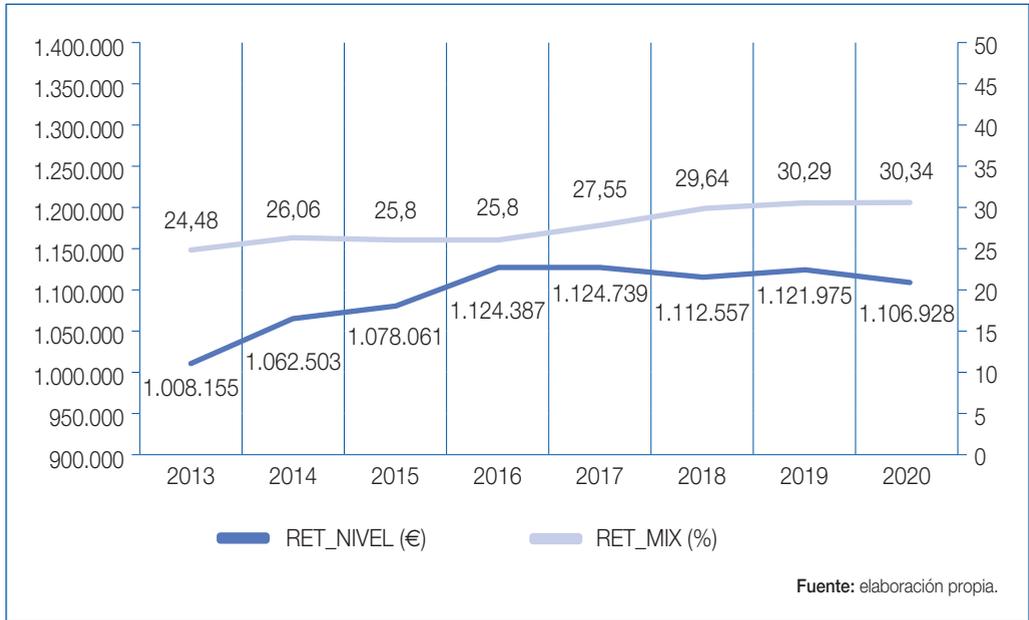
Fuente: elaboración propia.

Los gráficos 1 y 2 visualizan para el periodo 2013-2020 la evolución de los resultados de la votación SOP y la evolución de las retribuciones de los CEO. En el gráfico 1 se aprecia cómo el accionariado de las empresas cotizadas españolas suele emitir, en general, un voto a favor de las retribuciones de sus altos directivos. Sin embargo, el porcentaje de disenso está aumentando cada vez más (pasando del 6,9 % en el año 2013 al 8,6 % en el año 2020). Ello es un claro indicativo de que, con el paso del tiempo, los accionistas de las empresas cotizadas españolas se sienten empoderados para mostrar su oposición a los diseños retributivos de sus directivos cuando consideran que estos no son justos ni coherentes con el devenir de la organización. Estos resultados son consistentes, además, con lo que los medios de comunicación están percibiendo acerca del funcionamiento del SOP. Una reciente noticia en diversos periódicos señala que «cada año, más votos en contra» (Ortín, 2022) para referirse a que los accionistas se sienten cada vez más legitimados para emitir un voto de disenso cuando piensan que las políticas y decisiones adoptadas por sus órganos de gobierno (en particular, las decisiones a nivel retributivo) no son óptimas.

Gráfico 1. Evolución del comportamiento de voto del accionariado (2013-2020)



El gráfico 2 muestra la evolución que han tenido las retribuciones de los CEO de las empresas cotizadas españolas, tanto en lo referido al nivel como al *mix* retributivo. En relación con los niveles retributivos, se aprecia una tendencia al alza hasta 2016, momento a partir del cual empieza a disminuir progresivamente, reduciéndose, en promedio, en algo más de 100.000 euros hasta 2020. Asimismo, se aprecia como, con el transcurso del tiempo, aumenta el peso que tienen los componentes retributivos de carácter variable sobre el total de la retribución, pasando de suponer un 24,5 % en el año 2013 a suponer más del 30 % en el año 2020, si bien es a partir de 2016 cuando se produce un mayor salto en esta tendencia alcista. Podríamos pensar que este punto de inflexión en 2016 puede venir dado, al menos en parte, por el efecto supervisor del mecanismo de gobierno del SOP, que inicia una tendencia decreciente en los niveles retributivos de los CEO a la vez que impulsa una mayor alineación de dichas retribuciones con el rendimiento. Para confirmar, no obstante, estas impresiones se realiza, a continuación, un análisis de datos de panel.

**Gráfico 2. Evolución de las retribuciones de los CEO (2013-2020)**


## 4.2. Resultados del análisis de datos de panel

Las tablas 4 y 5 muestran los resultados del análisis de datos de panel realizado para examinar el efecto que tiene el SOP sobre los diseños retributivos de los CEO de las empresas cotizadas españolas –considerando sus potenciales efectos sobre el nivel de tales retribuciones (tabla 4) y sobre la composición –o *mix*– del paquete retributivo (tabla 5). En ambas tablas se diferencian tres regresiones: la regresión I examina la efectividad del SOP sobre la muestra total de empresas cotizadas españolas; la regresión II considera el subgrupo de empresas que reciben un elevado disenso (esto es, aquellas cuyo porcentaje de votos negativos más abstenciones sobre el total de votos emitidos es igual o superior al 10%); y la regresión III considera el subgrupo de empresas que reciben un bajo disenso (esto es, cuyo porcentaje de votos negativos más abstenciones sobre el total de votos emitidos es inferior al 10%).

Sobre la base de los resultados mostrados en la tabla 4, se puede afirmar que, considerando la muestra en su conjunto, el SOP tiene una influencia significativa sobre el nivel retributivo de los CEO, en el sentido de que un voto de disenso contribuye a reducir los niveles salariales en los años siguientes. Además, al dividir la muestra entre empresas que reciben un elevado versus bajo disenso, se obtiene que el voto de disenso es estadísticamente significativo solo en el subgrupo de empresas que reciben un alto disenso. Esto indica que el activismo accionarial resulta especialmente efectivo en las organizaciones donde las protestas e inconformismo del accionariado se acentúa, mientras que el SOP no es tan

efectivo (por no ser, quizá, tan necesario) cuando los accionistas mayoritariamente están conformes con las retribuciones propuestas para sus altos directivos. En relación con el resto de las variables, cabría destacar, de acuerdo con lo esperado, el impacto negativo que tiene la independencia del consejo de administración y del comité retributivo sobre los niveles retributivos, así como el impacto positivo que tiene la existencia de dualidad. Finalmente, el tamaño de la empresa se relaciona positivamente con mayores niveles retributivos de los CEO, aspecto también ampliamente reconocido por la literatura.

Tabla 4. Impacto del SOP sobre el nivel retributivo de los CEO

	RET_NIVEL <sub>it</sub>		
	(I) MUESTRA COMPLETA	(II) ALTO_DIS	(III) BAJO_DIS
DISENSO <sub>it-1</sub>	-0,0126*** (0,0036)	-0,0102*** (0,0033)	-0,0049 (0,0051)
INDEP_CONSEJO <sub>it</sub>	-0,008** (0,0035)	-0,0115*** (0,0043)	-0,0047 (0,0035)
DUAL <sub>it</sub>	0,6336*** (0,0899)	0,7974*** (0,1101)	0,2914** (0,1361)
PROP_CONSEJO <sub>it</sub>	-0,0003 (0,0019)	-0,0011 (0,0021)	0,0055 (0,0037)
INDEP_COMRET <sub>it</sub>	-0,0044* (0,0026)	-0,0057* (0,003)	0,0005 (0,0047)
VENTAS <sub>it</sub>	0,2796*** (0,0173)	0,2768*** (0,0208)	0,1755*** (0,0356)
ROA <sub>it</sub>	0,0006 (0,0018)	0,0012 (0,0018)	0,0045 (0,0059)
CASHFLOW <sub>it</sub>	0 (0)	0 (0)	0** (0)
Control por año	Sí	Sí	Sí
Control por sector	Sí	Sí	Sí

p-valor: \*p<0,1; \*\*p<0,05; \*\*\*p<0,01

Fuente: elaboración propia.

Por su parte, en la tabla 5 se observa como el SOP incentiva un mayor uso de los componentes de carácter variable –siendo los más vinculados con la marcha económica de la organización– en el paquete retributivo del CEO. En este sentido, la regresión I, que incluye el total de empresas cotizadas, indica que cuando los accionistas muestran su disconformidad en el SOP se promueve un mayor uso de los componentes retributivos de tipo variable en los años siguientes. Por otro lado, cuando la muestra es segmentada entre empresas que reciben un alto versus bajo disenso, se obtiene que la significación del voto de disenso en el SOP se difumina en el subgrupo de empresas que reciben un disenso reducido –dado que estas organizaciones, al recibir la conformidad de sus accionistas en la votación, no se muestran tan propensas a realizar cambios en la composición de las retribuciones de sus CEO–. En cambio, el impacto del SOP sí es significativo en el subgrupo de empresas que reciben un elevado disenso, percibiendo estas organizaciones más necesidad de reestructurar la composición retributiva de sus CEO en favor de los componentes variables. Finalmente, cabe destacar que el grado de independencia del consejo de administración y del comité retributivo también promueve la adopción de componentes variables, de igual modo que se ven favorecidos estos componentes por el tamaño de la organización y por el flujo libre de caja.

**Tabla 5. Impacto del SOP sobre el *mix* retributivo de los CEO**

	RET_MIX <sub>it</sub>		
	(I) MUESTRA COMPLETA	(II) ALTO_DIS	(III) BAJO_DIS
DISENSO <sub>it-1</sub>	0,2816*** (0,1345)	0,5716*** (0,22)	-0,2241 (0,1816)
INDEP_CONSEJO <sub>it</sub>	0,1851** (0,0921)	0,1799* (0,0928)	0,0901 (0,1701)
DUAL <sub>it</sub>	-1,6639 (2,2675)	-2,3815 (2,788)	1,5454 (3,6591)
PROP_CONSEJO <sub>it</sub>	-0,0404 (0,0466)	-0,0719 (0,054)	-0,1586 (0,1088)
INDEP_COMRET <sub>it</sub>	0,1409** (0,0609)	0,1373** (0,0623)	-0,1256 (0,1141)
VENTAS <sub>it</sub>	1,6004*** (0,1999)	1,4713*** (0,226)	1,8916*** (0,4207)



	RET_MIX <sub>it</sub>		
	(I) MUESTRA COMPLETA	(II) ALTO_DIS	(III) BAJO_DIS
ROA <sub>it</sub>	0,0366 (0,0397)	0,037 (0,0409)	0,0152 (0,279)
CASHFLOW <sub>it</sub>	0*** (0)	0** (0)	0** (0)
Control por año	Sí	Sí	Sí
Control por sector	Sí	Sí	Sí

p-valor: \*p<0,1; \*\*p<0,05; \*\*\*p<0,01

Fuente: elaboración propia.

## 5. Conclusiones e implicaciones para la práctica empresarial

El incremento desmesurado de las retribuciones directivas en las grandes corporaciones –con el consiguiente aumento de la desigualdad salarial en el conjunto de las plantillas– (Core *et al.*, 1999), la falta de alineación de las mismas con el valor de la compañía (Murphy, 2013), y la escasa independencia y deficiente capacidad supervisora de los consejos de administración y de los comités de retribución (Baixauli Soler y Sánchez Marín, 2015; Sánchez Marín *et al.*, 2022) han empujado al accionariado de las empresas cotizadas a recurrir cada vez más al SOP como mecanismo a través del cual expresar su descontento (Stathopoulos y Voulgaris, 2016). El SOP es una forma alternativa de activismo accionario que tiene la finalidad de compensar la tradicional desprotección de los accionistas (especialmente los minoritarios) otorgándoles mayor poder para controlar las retribuciones de sus altos directivos (Canyon y Sadler, 2010), al tiempo que impulsa a los consejos de administración a actuar de manera más responsable considerando la visión de los accionistas ante las propuestas retributivas.

Desde la teoría de la agencia, principal marco teórico desde el que se ha analizado el SOP, se propone este mecanismo de gobierno corporativo como una alternativa a los mecanismos tradicionales (consejo de administración y comités de retribución) mediante el cual los accionistas de las empresas pueden salvaguardar sus intereses y contrarrestar los potenciales conflictos con los altos directivos –fruto de la separación entre propiedad y control– (Alissa, 2015; Jensen y Meckling, 1976) manifestados a través de diseños retributivos subóptimos. En este sentido, el SOP proporciona una protección a los accionistas,

especialmente a los minoritarios (Sánchez Marín *et al.*, 2017), quienes, mediante la emisión de un voto en junta general sobre la idoneidad de las retribuciones de los altos directivos, pueden promover una mejor alineación de intereses a la vez que eviten extracciones de rentas que devalúen su inversión –mitigando, de esta forma, los potenciales conflictos principal-principal (entre accionistas mayoritarios, muchos de ellos involucrados en la dirección de la empresa, y accionistas minoritarios) típicos de sistemas de gobierno corporativo como el español (Baixauli Soler y Sánchez Marín, 2015; Lozano Reina *et al.*, 2019)–. Con la inclusión del SOP se espera, por tanto, poner fin a los contratos de retribución de alta dirección que, a menudo, se establecen en condiciones de negociación poco óptimas y sin reflejar adecuadamente los intereses de los accionistas ni el propio interés general de la empresa (Bebchuk y Fried, 2004).

Este trabajo, que trata de arrojar luz sobre la efectividad del SOP en el ámbito de la empresa cotizada española y considerando las características de su modelo de gobierno corporativo, ofrece dos principales conclusiones. Por un lado, que la votación SOP es eficaz para favorecer al activismo accionarial –dado que más de tres cuartas partes del accionariado con derecho a voto suele emitir su opinión anualmente en junta general–, lo que favorece el control y supervisión retributiva de los altos directivos. Por otro lado, cuando los accionistas muestran un voto de disenso –esto es, un voto negativo o una abstención–, las empresas suelen responder realizando modificaciones en los diseños retributivos –tanto en el nivel como en el *mix* retributivo de los CEO–. En lo referido a los niveles retributivos, se evidencia que el disenso en el SOP modera las cuantías salariales recibidas por los CEO a lo largo de la serie analizada, siendo este efecto especialmente perceptible en el periodo 2016-2020. En lo referido a la composición del paquete retributivo de los CEO, el disenso en el SOP promueve el uso de componentes de tipo variable que están más vinculados con la marcha económica de la organización, los cuales han pasado de representar el 24,5 % en 2013 a más del 30 % en 2020, encontrando que los aumentos más significativos de este componente se producen a partir de 2016.

De estos hallazgos se derivan una serie de implicaciones y recomendaciones prácticas que es necesario destacar. En primer lugar, se pone de relieve el acierto del legislador al decidir otorgar rango legal, en 2013, a la tradicional recomendación de buen gobierno contenida en los *Códigos unificados de buen gobierno de las sociedades cotizadas* (CNMV, 2006, 2015). Con ello, se siguen los pasos iniciados años antes por el Reino Unido (*The Directors' Remuneration Report Regulations 2002*) como consecuencia del escaso grado de seguimiento que tenía la recomendación. La transformación de la naturaleza jurídica de la votación se ha traducido en un aumento del activismo accionarial en materia retributiva, con efectos positivos en el diseño de retribuciones más eficientes para los altos directivos, especialmente a partir de 2016. Este mayor activismo supone, en general, una mayor implicación del accionariado en las decisiones y políticas adoptadas por sus directivos, favoreciendo las labores de control y supervisión; en especial, en el ámbito retributivo, lo que se antojaba muy necesario a la luz de las fuertes críticas que en este aspecto han recibido las grandes corporaciones en las últimas décadas. En todo caso, el SOP no debe

considerarse una panacea y, para que esta votación continúe resultando eficaz, es necesario que los accionistas sigan esforzándose en informarse y valorar adecuadamente los paquetes retributivos diseñados por sus consejos de administración y, cuando estos sean excesivos o ineficientes, alzar su voz en junta general a través de un voto desfavorable.

En segundo lugar, la experiencia del SOP en las empresas cotizadas españolas durante este periodo de 8 años se puede valorar como positiva, pues se está cumpliendo con la finalidad principal de esta votación. ¿En qué sentido está mostrándose efectivo el SOP? Nuestras evidencias ponen de manifiesto que, cuando los accionistas se muestran disconformes en la votación SOP con los diseños retributivos de los altos directivos, las organizaciones adoptan modificaciones retributivas tanto en el nivel como en el *mix* retributivo de los CEO. Incluso a pesar de que la legislación española considera consultivos y no vinculantes los resultados de la votación SOP, las empresas tratan de evitar cualquier crítica u opinión que pueda afectar negativamente a su reputación, lo que otorga un poder añadido a lo expresado en dicha votación por el accionariado. En todo caso, el accionariado debe mostrarse alerta ante potenciales actitudes y estrategias retributivas «meramente escapistas» de los consejos de administración o de los propios altos directivos para evitar resultados desfavorables en la votación SOP (Brunarski *et al.*, 2015), especialmente en escenarios de dualidad consejeros-altos directivos y de altas retribuciones.

En tercer lugar, el contexto y modelo de gobierno corporativo influye significativamente en el funcionamiento y la efectividad de la votación SOP. Por ello, la tipología del SOP debe ser consistente con las especificidades del gobierno corporativo en el que operan las corporaciones. Así, la naturaleza obligatoria y consultiva que tiene el SOP en el ámbito de la empresa cotizada española resulta, por ahora, suficiente para lograr su efectividad, tal y como se desprende de las evidencias de este estudio. En cualquier caso, esta tipología del SOP debe ser objeto de evaluación a la luz de un mayor horizonte temporal. Si se aprecia una pérdida de efectividad de este mecanismo de gobierno, el legislador podría plantearse una transformación de la naturaleza de los resultados de la votación, convirtiendo su carácter consultivo en vinculante, siguiendo los pasos de Reino Unido (Stathopoulos y Voulgaris, 2016).

Finalmente, este trabajo no está exento de limitaciones, que pueden constituir puntos de partida para futuras investigaciones. En primer lugar, este estudio está centrado únicamente en las consecuencias del SOP en la retribución del CEO. Futuros análisis podrían examinar el impacto que tiene el disenso del SOP sobre las retribuciones del equipo de alta dirección, y así tener una visión más amplia de la efectividad de este mecanismo de gobierno. En segundo lugar, este estudio está centrado en el contexto español, pudiendo futuros estudios examinar el funcionamiento del SOP en otros contextos de gobierno corporativo con el propósito de seguir aprendiendo acerca de este mecanismo y de su naturaleza jurídica. En tercer lugar, pese a que existen evidencias previas que indican que los accionistas emiten un voto racional (Balsam *et al.*, 2016; Kimbro y Xu, 2016), este hecho no ha sido verificado en este estudio, sino que se parte de la premisa de que los accionistas realizan

labores de información y documentación con carácter previo a la junta general con el objetivo de emitir un voto argumentado, fundamentado y racional. Futuros estudios podrían profundizar sobre el comportamiento de voto seguido por el accionariado para testar el grado de racionalidad en la formación de los juicios de opinión de cara a promover realmente retribuciones más optimizadas.

## Referencias bibliográficas

- 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>
- Armstrong, C. S., Gow, I. D. y Larcker, D. F. (2013). The efficacy of shareholder voting: Evidence from equity compensation plans. *Journal of Accounting Research*, 51(5), 909-950. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12023>
- Bainbridge, S. M. (2009). Is "say on pay" justified? *Regulation*, 32(1), 42-47.
- Baixauli Soler, J. S., Lozano Reina, G. y Sánchez Marín, G. (2021). Managerial discretion, say on pay, and CEO compensation. *Management Decision*, 59(6), 1.333-1.362. <https://doi.org/10.1108/MD-03-2020-0242>
- Baixauli Soler, J. S. y Sánchez Marín, 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. y Sánchez Marín, 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. y 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>
- Bebchuk, L. A. y Fried, J. M. (2004). *Pay without performance: The unfulfilled promise of executive compensation*. Harvard University Press.
- Brunarski, K. R., Campbell, T. C. y 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>
- Cai, J. y 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>
- CNMV. (2006). *Código unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas*. [https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/Codigo\\_unificado\\_Esp\\_04.pdf](https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/Codigo_unificado_Esp_04.pdf)
- CNMV. (2015). *Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas*. [http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/Codigo\\_buen\\_gobierno.pdf](http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/Codigo_buen_gobierno.pdf)
- Conyon, M. y Sadler, G. (2010). Shareholder voting and Directors' Remuneration Report legislation: Say on pay in the UK. *Corporate Governance: An International Review*, 18(4), 296-312. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2010.00802.x>
- Core, J. E., Holthausen, R. W. y 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)

- Correa, R. y 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>
- Dalton, D. R. y Dalton, C. M. (2011). Integration of micro and macro studies in governance research: CEO duality, board composition, and financial performance. *Journal of Management*, 37(2), 404-411.
- De Andrés, P., Azofra, V. y López, F. (2005). Corporate boards in OECD countries: Size, composition, functioning and effectiveness. *Corporate Governance: An International Review*, 13(2), 197-210. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2005.00418.x>
- Ertimur, Y., Ferri, F. y 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. y 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>
- Franks, J. y Mayer, C. (1992). *Corporate control: A synthesis of the international evidence*. IFA Working Paper.
- Gregory-Smith, I., Thompson, S. y 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>
- Jensen, M. C. y Meckling, W. H. (1976). Theory of the 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)
- Jensen, M. C. y Murphy, K. J. (1990). Performance pay and top-management incentives. *Journal of Political Economy*, 98(2), 225-264. <https://doi.org/10.1086/261677>
- Johnson, S., La Porta, R., López de Silanes, F. y Shleifer, A. (2000). Tunneling. *American Economic Review*, 90(2), 22-27. <https://doi.org/10.1257/aer.90.2.22>
- Kimbro, M. B. y 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., López de Silanes, F. y Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance*, 54(2), 471-517. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00115>
- Levit, D. y Malenko, N. (2011). Nonbinding voting for shareholder proposals. *Journal of Finance*, 66(5), 1.579-1.614. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2011.01682.x>
- Lozano Reina, G. y Sánchez Marín, G. (2020). Say on pay and executive compensation: A systematic review and suggestions for developing the field. *Human Resource Management Review*, 30(2), 100683. <https://doi.org/10.1016/j.hrmr.2019.01.004>
- Lozano Reina, G., Sánchez Marín, G. y Baixauli Soler, J. S. (2019). Influence of say-on-pay as a corporate governance mechanism in Spanish listed firms. *UCJC Business and Society Review*, 16(4), 68-131. <https://journals.ucjc.edu/ubr/article/view/4129>
- Mangen, C. y 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>
- Morck, R., Wolfenzon, D. y Yeung, B. (2005). Corporate governance, economic entrenchment, and growth. *Journal of Economic Literature*, 43(3), 655-720. <http://www.jstor.org/stable/4129473>
- Murphy, K. J. (2013). Executive compensation: Where we are, and how we got there. En G. Constantinides, M. Harris y R. Stulz (Eds.), *Handbook of the economics of finance* (2.ª ed.). Elsevier Science North Holland.

- Obermann, J. y Velte, P. (2018). Determinants and consequences of executive compensation-related shareholder activism and say-on-pay votes: A literature review and research agenda. *Journal of Accounting Literature*, 40, 116-151. <https://doi.org/10.1016/j.acclit.2018.02.001>
- Ooghe, H. y De Langhe, T. (2002). The Anglo-American versus the Continental European corporate governance model: Empirical evidence of board composition in Belgium. *European Business Review*, 14(6), 437-449. <https://doi.org/10.1108/09555340210448794>
- Ortín, A. (25 de marzo de 2022). BBVA recibe un rechazo histórico de sus accionistas a la remuneración del Consejo. *OK Diario*. <https://okdiario.com/economia/bbva-recibe-rechazo-historico-sus-accionistas-remuneracion-del-consejo-8795444>
- Sánchez Marín, G., Baixauli Soler, J. S. y Lucas Pérez, M. E. (2011). Ownership structure and board effectiveness as determinants of TMT compensation in Spanish listed firms. *Journal of Business Economics and Management*, 12(1), 92-109. <https://doi.org/10.3846/16111699.2011.555371>
- Sánchez Marín, G., Lozano Reina, G., Baixauli Soler, J. S. y Lucas Pérez, M. E. (2017). Say on pay effectiveness, corporate governance mechanisms, and CEO compensation alignment. *BRQ Business Research Quarterly*, 20(4), 226-239. <https://doi.org/10.1016/j.brq.2017.07.001>
- Sánchez Marín, G., Lucas Pérez, M. E., Baixauli Soler, J. S., Main, B. y Mínguez Vera, A. (2022). Excess executive compensation and corporate governance in the United Kingdom and Spain: A comparative analysis. *Managerial and Decision Economics* (in press). <https://doi.org/https://doi.org/10.1002/mde.3564>
- Stathopoulos, K. y 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>
- Young, M. N., Peng, M. W., Ahlstrom, D., Bruton, G. D. y 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>
- Zajac, E. J. y Westphal, J. D. (1995). Accounting for the explanations of CEO compensation: Substance and symbolism. *Administrative Science Quarterly*, 40(2), 283-308. <https://doi.org/10.2307/2393639>



**Gabriel Lozano Reina.** Profesor ayudante doctor en el Departamento de Organización de Empresas y Finanzas de la Universidad de Murcia (España). Su labor investigadora se centra en el gobierno corporativo, la gestión de recursos humanos y la empresa familiar. Tiene casi una decena de artículos publicados en revistas científicas internacionales de alto impacto como *Journal of Family Business Strategy*, *Human Resource Management Review*, *Management Decision* o *BRQ-Business Research Quarterly*. <https://orcid.org/0000-0002-1225-3422>

**Gregorio Sánchez Marín.** Catedrático de Organización de Empresas en el Departamento de Economía y Dirección de Empresas de la Universidad de Alcalá (España). Tiene reconocidos cuatro sexenios y sus ámbitos de interés en investigación abarcan principalmente la dirección de recursos humanos y la gestión de empresas familiares. Ha publicado más de cincuenta artículos en revistas científicas internacionales de prestigio como *Journal of Business Ethics*, *Family Business Review*, *Journal of Business Research*, *Human Resource Management Review* o *Journal of Small Business Management*. Además, ha sido subdirector de la Agencia Nacional de Evaluación de la Calidad y Acreditación (ANECA) en el Ministerio de Universidades. <https://orcid.org/0000-0003-0175-814X>

**Juan Samuel Baixauli Soler.** Catedrático de universidad en Economía Financiera y Contabilidad del Departamento de Organización de Empresas y Finanzas. Ha desempeñado una labor investigadora ininterrumpida, publicando más de cuarenta artículos en revistas de alto impacto como *Journal of Business Research*, *European Journal of Finance*, *Journal of Business Ethics*, *Journal of Financial Research* o *Computational Economics*. Cuenta con la evaluación positiva de tres tramos de investigación y uno de transferencia. Actualmente es decano de la Facultad de Economía y Empresa de la Universidad de Murcia (España). <https://orcid.org/0000-0003-2444-6894>

**Contribución de autores.** Todos los autores han contribuido en un mismo porcentaje a la realización de este trabajo.