

# El efecto de los códigos de buen gobierno españoles sobre el gobierno corporativo de las empresas del Ibex 35

**Autores:** Paloma Bilbao Calabuig y Antonio Rúa Vieites  
Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales  
Universidad Pontificia Comillas de Madrid

## Resumen

Este artículo investiga el efecto que los códigos de buen gobierno españoles han tenido sobre las empresas del Ibex 35. Se concluye que:

1. El efecto de los códigos sobre de los atributos individuales de gobierno de las empresas del Ibex 35 es pobre; el seguimiento de las recomendaciones individualmente ha sido muy bajo.
2. El efecto de los códigos sobre la estructura global de gobierno de las empresas del Ibex 35 ha sido el de homogeneizar las estructuras de unas y otras empresas; los códigos aquí sí han tenido un efecto, aunque mayor el código Olivencia que el Aldama.

*Palabras clave:* gobierno corporativo, códigos de buen gobierno, empresas del Ibex 35.

### Summary

This paper researches about the effect that the Spanish codes of best practices in corporate governance have produced on Spanish publicly held companies included in the Ibex 35 index. The results that have been found are:

1. The effect caused by codes is poor; companies barely follow each individual recommendation proposed by codes.
2. The effect caused by codes on the global corporate governance structure of the studied companies was to homogenize them; codes have played here some role, although the one played by the Olivencia code has been more important than the one played by the Aldama code.

*Key words:* corporate governance, codes of best practices in corporate governance, Ibex 35 listed companies.

Recibido: 14.09.2006

Aceptado: 15.11.2006

---

### I. Introducción

El objetivo principal de este artículo es descubrir si los códigos de buen gobierno publicados en España han producido, durante sus casi diez años de existencia, algún tipo de efecto en las conductas de gobierno corporativo de las empresas incluidas en el índice Ibex 35 de las bolsas españolas. Este objetivo resulta pertinente en un momento en el que, precisamente, se acaba de publicar en España un nuevo código de buenas prácticas para la gobernanza de las compañías, el llamado “código unificado”, aprobado por el Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante CNMV) el 22 de mayo de 2006<sup>1</sup>.

La problemática que se esconde detrás del objetivo de este artículo tiene mucho que ver con la eficiencia y la eficacia de los sistemas de gobierno corporativo, concretamente de los consejos de administración, tal y como identifican Carter y Lorsch (2005, 27):

(...) incluso aquellos consejos que, buscando su mejora, han adoptado nuevas ideas y mejores prácticas, siguen teniendo problemas para hacer su trabajo. Parece crecer la distancia entre lo que pueden hacer y lo que se espera que hagan, de manera que, a menos que el diseño del consejo preste atención a este aspecto, la distancia será cada vez mayor. (...) La última década ha supuesto el fermento del consenso gradual acerca del concepto de mejores prácticas. En el fondo del mismo subyace la idea de que los consejos deben fortalecerse si quieren gobernar correctamente.

---

<sup>1</sup> Véase la página *web* de la CNMV, [www.cnmv.es](http://www.cnmv.es) (fecha de consulta: 12 de diciembre de 2006).

El Instituto Europeo de Gobierno Corporativo – *European Corporate Governance Institute* – tiene actualmente recogidos en su página *web* más de doscientas publicaciones que contienen conjuntos de recomendaciones sobre buenas prácticas en la gobernanza de las empresas – o códigos de buen gobierno –, la mayoría dirigidos a las compañías cotizadas de más de sesenta países<sup>2</sup>. Parece, pues, que en todo el mundo se le está dando una importancia muy especial a dichos documentos con la esperanza de que ayuden efectivamente a las empresas de cada nación a mejorar la eficiencia de sus mecanismos de gobierno. Esta importancia es otorgada, además, por multitud de expertos que son los que están promoviendo y publicando los códigos de buen gobierno en el mundo, y que además proceden de ámbitos tan variados como los mercados de capitales, las asociaciones patronales, las asociaciones de accionistas, los fondos de pensiones y de inversiones, los sindicatos, las universidades, entre otros.

Si la sociedad le está dando tanta importancia a estos documentos, surgen dos preguntas importantes: ¿están las empresas dándole la misma importancia a estos códigos que el resto de agentes sociales?, en otras palabras, ¿los cumplen? El estudio empírico que se presenta en este artículo intentará acercarse a una respuesta a estas preguntas, al menos para el caso español.

Con el punto de mira puesto en esta idea, el presente trabajo propone una investigación empírica, con una metodología estadística un tanto innovadora respecto de las habitualmente utilizadas en este campo, que pretende arrojar algo de luz sobre el seguimiento que las empresas del Ibex 35 han hecho de los códigos de buen gobierno, y de si éstos han modificado en algo sus prácticas de gobernanza. Se inicia el trabajo con un marco teórico en el cual se puedan ubicar los códigos españoles y su grado de cumplimiento por parte de las empresas. En este marco se presentan los resultados de otros estudios empíricos con objetivos parecidos al de éste. Seguidamente, se expondrán las hipótesis de trabajo, la metodología y los resultados del estudio, para, a través de las conclusiones, poder dar respuesta al objetivo principal planteado.

## II. Los códigos de buen gobierno en España y su efecto sobre las empresas españolas

Existen investigaciones que, dentro del marco empresarial español, han intentado descubrir cómo y cuánto las empresas españolas – fundamentalmente las cotizadas – siguen los patrones dictados por los principales códigos publicados en este país. Fernández Rodríguez y Gómez Ansón (2003) vieron que las empresas cotizadas en los mercados de capitales españoles seguían muy tímidamente las recomendaciones del código Olivencia, dos años después de la publicación de éste. Concretamente,

---

<sup>2</sup> Véase la página *web* de este instituto: [www.ecgi.org](http://www.ecgi.org) (fecha de consulta: 10 de diciembre de 2006).

los autores en su investigación llegaron a la conclusión de que más de la mitad de las sociedades estudiadas no cumplían las recomendaciones del código, y que, además, aquéllas que cumplían – generalmente empresas de gran tamaño y sin un grupo familiar propietario de control significativo – no mejoraban su desempeño en términos de rentabilidad en el “largo” plazo<sup>3</sup>. Para los autores no eran precisamente las empresas que más lo necesitaban<sup>4</sup> las que cumplían con las recomendaciones. La metodología estadística utilizada por estos autores para su estudio sobre el cumplimiento del código Olivencia fue la de contrastar los resultados obtenidos mediante la aplicación de modelos *logit* de variable dependiente limitada dicotómica, siendo esta variable dependiente la adopción o no de las recomendaciones.

García Osma y Gill de Albornoz Moguer (2004), por su parte, utilizan los resultados sintéticos obtenidos a partir del análisis descriptivo de una encuesta. Las conclusiones de su trabajo presentan un panorama algo más “alentador” en cuanto al grado de cumplimiento del código Olivencia de las empresas españolas cotizadas. Muchas de las empresas cumplen, aunque no todas las recomendaciones. En este sentido, las recomendaciones sobre la composición del consejo – incluida la referida a los consejeros independientes – sale ganando en detrimento de las recomendaciones sobre tamaño del consejo y sobre actividad de las comisiones del mismo. Además, el grado de cumplimiento varía en función del sector de actividad de la empresa, y apenas varía entre 1999 y 2001 (los tres años inmediatamente siguientes a la publicación del código Olivencia). Las autoras sugieren que estas conclusiones llevan a pensar que el cumplimiento relativo a la independencia del consejo es más bien un requisito formal que adoptan las compañías en pro de su mejora de imagen, y no tanto una mejora en la transparencia y la eficacia de su gobierno.

Existe otro estudio que llega a esta misma última conclusión al analizar el cumplimiento del código Olivencia, pero esta vez por parte de las empresas del Ibex 35: “Da la sensación de que las empresas quieren salvar su imagen ante los grupos de interés y los inversores, por lo que sólo modifican aquellos aspectos fácilmente identificables por éstos. Pero ahí donde la transparencia informativa es más escasa, el esfuerzo es mínimo o inexistente, incluso las empresas se permiten a sí mismas el alejamiento de lo recomendado” (Bilbao Calabuig, 2004: 41). Los resultados a los que llega este estudio son también muy parecidos a los del anterior en cuanto a la existencia de cierta evidencia sobre un deseo de cumplimiento de los códigos por parte de las empresas del Ibex 35. La aplicación de la técnica del escalamiento multidimensional en este estudio revela que una vez publicado el código Olivencia las empresas del Ibex 35 se vuelven más parecidas entre sí en términos de su estructura

---

<sup>3</sup> En sentido contable, es decir más de un año.

<sup>4</sup> En opinión de los autores, las empresas pequeñas y con grupos familiares propietarios significativos con control son las más susceptibles de que en su estructura de gobierno aparezcan conflictos entre los grandes y los pequeños accionistas.

de gobierno, es decir, que se aproximan a un determinado patrón o modelo de gobierno corporativo (Bilbao Calabuig, 2004: 41).

Respecto del seguimiento del código Aldama, cuyas recomendaciones se centran fundamentalmente en la transparencia informativa de las empresas que cotizan, Gandía Cabedo y Andrés Pérez (2005: 41) llegan en su estudio a la conclusión de que las empresas que cotizan en las bolsas españolas todavía presentan bajos niveles de transparencia informativa, salvo en las situaciones en las que están obligadas a ella<sup>5</sup>, y que de nuevo la publicación de información tienen mucho que ver con el deseo de la empresa de mejorar su imagen en los medios de comunicación. Por tanto, de nuevo se demuestra el bajo seguimiento de las recomendaciones de los códigos de buen gobierno por parte de las empresas españolas cotizadas.

Finalmente, cabe mencionar el informe que la CNMV publica anualmente sobre la estructura de gobierno corporativo de las empresas del Ibex 35, así como sobre el grado de cumplimiento de las recomendaciones de los códigos de buen gobierno españoles por parte de éstas.

**Cuadro 1.**  
**Cumplimiento de las recomendaciones Olivencia y Aldama**  
**por parte de las empresas del Ibex 35**

<p>En general, las compañías no han cambiado de forma apreciable sus estructuras y prácticas de gobierno corporativo respecto del año anterior, aunque se aprecian algunos avances. Los aspectos más relevantes observados al comparar ambos ejercicios son los siguientes:</p>
<p>– El promedio de los consejos de administración se ha reducido ligeramente pasando de 15 a 14,5 miembros. Las compañías que en 2004 tenían un número superior a 15 no han reducido sus consejeros por debajo de ese umbral. (...).</p> <p>→Ligero alejamiento de la recomendación Olivencia sobre el tamaño del consejo.</p>
<p>– Cinco entidades – 14,3% del Ibex – han mejorado la proporción entre consejeros dominicales e independientes a favor de estos últimos, cumpliendo la recomendación de mantener un equilibrio en la composición del consejo respecto a la relación existente entre el capital en manos de accionistas significativos y el resto. Otras cuatro entidades – 11,4% del Ibex – han mejorado dicha proporción a favor de los independientes, pero siguen sin alcanzar una situación de equilibrio.</p> <p>→Ligero cumplimiento de las recomendaciones Olivencia y Aldama sobre la proporción entre consejeros independientes y consejeros dominicales.</p>

<sup>5</sup> Por ejemplo, las sociedades cotizadas están obligadas a depositar en la CNMV el denominado Informe Anual de Gobierno Corporativo que contiene información relevante sobre sus respectivos sistemas de gobierno corporativo (España. Comisión Nacional del Mercado de Valores, 2006). Por lo tanto, el grado de transparencia de las empresas estudiadas respecto de esta entidad es elevado. No lo es tanto, sin embargo, en las webs corporativas de las empresas estudiadas, a pesar de que un número importante de estas empresas entiende que es muy importante la divulgación de información sobre gobierno corporativo a través de la misma (Gandía Cabedo, J. L. y Andrés Pérez, T., 2005: 41).

<p>– Se ha reducido el número de compañías donde los independientes representan menos de 1/3 del consejo, pasando de 13 a 11. →Ligero cumplimiento de las recomendaciones Olivencia y Aldama sobre la importancia de la presencia de consejeros independientes.</p>
<p>– La Comisión de Nombramientos y Retribuciones ha jugado un papel más activo en las propuestas de nuevos nombramientos y reelección de consejeros. En 2005, el 86,7% de los nuevos consejeros fueron propuestos por esta Comisión, frente al 67% en el ejercicio anterior. El porcentaje de las propuestas de reelección de consejeros se situó en el 80% (66% en 2004). Todos los nuevos consejeros independientes fueron propuestos por la Comisión de Nombramientos y Retribuciones. →Olivencia y Aldama apenas mencionan la actividad de las comisiones, así que este dato más bien ilustra un importante cumplimiento de las recomendaciones del código unificado (aún no vigente en 2005) sobre el papel de las comisiones de nombramientos.</p>
<p>– La remuneración del consejo representó, en promedio, el 1,3% de los resultados de las compañías del Ibex, en línea con el ejercicio anterior. La retribución media por consejero se situó en 388.000 euros, un 11,1% más que en 2004. (...). →No parece que se esté siguiendo la recomendación Olivencia al menos en cuanto a la moderación que dicho código proclama para las remuneraciones de los consejeros. El hecho de que la retribución sea proporcional a los resultados de las compañías no permite valorar el grado de cumplimiento.</p>

FUENTE: Elaboración propia a partir de España. Comisión Nacional del Mercado de Valores (2006: 5-6).

Dicho informe recapitula la información contenida en los Informes Anuales de Gobierno Corporativo que cada una de las sociedades ha depositado – con carácter obligatorio – en el organismo regulador de los mercados de capitales. El informe correspondiente al año 2005, que ofrece por tanto los resultados más actualizados, desvela algo sobre el grado de cumplimiento de las recomendaciones Olivencia y Aldama por parte empresas del Ibex 35, aunque la CNMV no extrae conclusiones tan contundentes como las de los estudios anteriores. Concretamente, tal y como muestra el Cuadro 1, parece que en 2005 las cosas han cambiado poco, y las empresas siguen cumpliendo parcialmente las recomendaciones de los códigos. Igualmente, el informe deja entrever que existen diferencias en el grado de cumplimiento entre las distintas empresas, algunas cumplen seriamente y otras muy poco.

En resumen, después de ocho años de existencia de los códigos de buen gobierno en España, las cosas no han cambiado mucho: la mayoría de estudios sobre el grado de cumplimiento de sus recomendaciones por parte de las empresas españolas cotizadas desvelan la escasa voluntad de acercarse seriamente a lo que los códigos proponen. El estudio empírico del presente artículo pretende evaluar dicho cumplimiento una vez más, esta vez considerando todo el horizonte temporal de existencia de los códigos para poder identificar, en caso de que así se haya producido, una evolución de las empresas

españolas hacia un comportamiento de gobierno corporativo más próximo a lo que los expertos de este país consideran como “buenas prácticas”. A esto se dedican las próximas líneas.

### **III. El efecto de los códigos de buen gobierno españoles sobre el gobierno corporativo de las empresas del Ibex 35**

Los siguientes apartados presentan las especificidades del estudio empírico llevado a cabo, en términos de hipótesis planteadas, de empresas y variables estudiadas y de metodologías estadísticas utilizadas.

#### **III.1 Hipótesis del estudio**

Dentro del marco delineado en el contenido del segundo epígrafe, las hipótesis planteadas en el presente trabajo de investigación son las siguientes.

En primer lugar se desea perfilar una evolución general de las características individuales de gobierno corporativo de las empresas del Ibex 35 en los años de vida de los códigos de buen gobierno en España, características que son recogidas así, de manera individual, por dichos códigos. Dicho esto, la hipótesis que se quiere contrastar, mediante la estadística descriptiva, es:

*El efecto de los códigos de buen gobierno publicados en España sobre las características individuales del gobierno corporativo de las empresas del Ibex 35 ha sido muy leve*

Por otro lado, se desea comprobar que, efectivamente, la realidad del gobierno de las empresas engloba un amplio conjunto de variables que no necesariamente tienen que presentar una relación de dependencia causa-efecto entre las mismas. Es decir, que aunque puede existir cierta dependencia marginal entre algunas de las variables, sin embargo la reducción del complejo problema del gobierno corporativo a un número menor de variables o factores que lo expliquen, simplemente no es factible en cuanto a que tales factores explicativos no existen en la realidad. Esto refleja de forma clara que explicar cómo funciona el gobierno de una empresa es un problema multidimensional en el que es necesario recoger el comportamiento de todas las variables conjuntamente, ya que tratamientos individuales de éstas sesgarían la explicación. La segunda hipótesis a contrastar es pues:

*Los atributos individuales de gobierno corporativo no tienen una relación estadísticamente significativa de dependencia – no se comportan como variables independientes que pueden explicar o predecir otros atributos individuales denominados variables dependientes. Esto es, no es procedente llevar a cabo una reducción en el número de variables consideradas.*

Para trabajar sobre esta segunda hipótesis se llevará a cabo un análisis factorial. Concretamente se centrará la atención en una de las primeras fases de dicho análisis, que es aquella en la que se analiza la interdependencia entre las variables, y por ende, si tiene sentido o no proceder con dicha técnica. En esta primera fase, se llevarán a cabo contrastes de hipótesis sobre la multicolinealidad entre las variables.

Finalmente, es deseo de los autores comprobar si, efectivamente, existe un patrón homogéneo de comportamiento en cuanto a gobierno corporativo en las empresas del Ibex 35, con el fin de poder verificar si, en global, los códigos han tenido algún tipo de efecto sobre estas empresas, efecto que el seguimiento individual de cada variable no permite ver. Por lo tanto, la última hipótesis a contrastar, mediante la técnica del escalamiento multidimensional, es:

*El efecto de los códigos de buen gobierno publicados en España ha sido el de homogeneizar las estructuras generales de gobierno corporativo de las empresas del Ibex 35*

### **III.2 Empresas estudiadas, variables y metodología estadística**

#### **III.2.1. Empresas estudiadas.**

Las empresas con las que se ha llevado a cabo el estudio empírico, y que pueden identificarse en el Cuadro 2, se han extraído del conjunto de empresas componentes del índice bursátil español Ibex 35. Estas empresas formaban parte de este índice tanto el último día hábil del año 1995, como el último día hábil del año 2000 y el último día hábil de año 2005<sup>6</sup>. El hecho de que no se hayan tomado datos de las treinta y cinco empresas que forman el Ibex 35 responde a la necesidad de mantener a los mismos elementos observables en las tres fechas. Dado que la composición del índice Ibex 35 fue diferente en las tres fechas del estudio, se han excluido del conjunto de empresas estudiadas a aquellas que formaban parte de este índice sólo en una o en dos de las tres posibles. De esta manera la comparación se hace posible. El Cuadro 2 recoge el proceso de formación del conjunto de empresas estudiadas. Entre 1995 y 2005, muchas de las sociedades componentes del índice han sufrido cambios sustanciales que, de alguna manera, han complicado la identificación de todas las empresas que debían componer el conjunto a estudiar. Se trata, básicamente, de cambios en los estatutos de la compañía (por ejemplo de la denominación social) y de operaciones especiales que alteran de manera significativa la actividad y la estructura básicas de la empresa – fundamentalmente operaciones de fusión o de absorción, tomas de participación sobre otras empresas y ampliaciones o reducciones de capital<sup>7</sup>.

<sup>6</sup> Estas fechas representan momentos en los que la situación de códigos de buen gobierno en España era diferente: 31-12-95, ningún código publicado – 31-12-00, sólo el código Olivencia – 31-12-05, códigos Olivencia y Aldama.

<sup>7</sup> Todos estos cambios pueden consultarse en la página web de la CNMV: [www.cnmv.es](http://www.cnmv.es), en el apartado de “Hechos Relevantes”.

**Cuadro 2. Conjunto de empresas estudiadas**

Empresas del Ibex 35 a 31-dic-95	Empresas del Ibex 35 a 29-dic-00	Empresas del Ibex 35 a 30-dic-05	Empresas de la muestra a 31-dic-95	Empresas de la muestra a 29-dic-00	Empresas de la muestra a 30-dic-05
Acerinox	Acciona	Abertis	Acerinox	Acciona	Abertis
Aguas de Barcelona	Aceralia	Acciona	Argentaria	Acerinox	Acciona
Amper	Acerinox	Acerinox	ACESA	ACESA	Acerinox
Argentaria	ACESA	ACS	B. Bilbao Vizcaya	Altadis	Altadis
Astur. del Zinc	ACS	Antena 3 Televis.	B. C. Hispano	BBVA	BBVA
Aumar	Aguas de Barcelona	Altadis	Banco Popular	Banco Popular	Banco Popular
ACESA	Altadis	Arcelor	Banco Santander	BSCH	BSCH
B. Bilbao Vizcaya	Amadeus	BBVA	Bankinter	Bankinter	Bankinter
B. C. Hispano	BBVA	Banco Popular	Cubiertas y Mzov	Endesa	Endesa
Banco Popular	Banco Popular	Banco Sabadell	Endesa	FCC	FCC
Banco Santander	BSCH	BSCH	FCC	Gas Natural	Gas Natural
Banesto	Bankinter	Bankinter	FECSA	Iberdrola	Iberdrola
Bankinter	C. C. Carrefour	Cintra	Gas Natural	Repsol YPF	Repsol YPF
C. C. Continente	Corp. Fin. Alba	Corpor. MAPFRE	Iberdrola	Telefónica	Telefónica
C. C. Pryca	Drag. y Constr.	ENAGAS	Repsol	Unión FENOSA	Sacyr Vallehermoso
Corp. Fin. Alba	Endesa	Endesa	Sevill. de Electricidad	Vallehermoso	Unión FENOSA
Corpor. MAPFRE	FCC	FCC	Tabacalera		
Cubiertas y Mzov	Gas Natural	Gas Natural	Telefónica		
Drag. y Constr.	Grupo Ferrovial	Gamesa	Unión FENOSA		
Ence	Hidro. del Cantábrico	Gestevisión Telecinco	Vallehermoso		
Endesa	Iberdrola	Grupo Ferrovial			
FCC	Indra	Iberdrola	20 empresas	16 empresas	16 empresas
FECSA	NH Hoteles	Iberia	Leyenda	Misma entidad en ambos años	Distintas entidades en cada año, pero con hecho relevante que las vincula
Gas Natural	Prisa	Inditex			
Hidro. del Cantábrico	Red E. Española	Indra			
Iberdrola	Repsol YPF	Metrovacesa			
Metrovacesa	Sogecable	Prom. de Información			
Repsol	Sol Meliá	Red E. Española			
Sevill. de Electricidad	Telefónica	Repsol YPF			
Tabacalera	Telepizza	Sogecable			
Telefónica	Terra	Telefónica			
Unión FENOSA	TPI Páginas Amar.	Telefónica Móv.			
Uralita	Unión FENOSA	TPI Páginas Amar.			
Vallehermoso	Vallehermoso	Sacyr Vallehermoso			
Viscofán	Zeltia	Unión FENOSA			
35 empresas	35 empresas	35 empresas			

FUENTE: elaboración propia a partir de Bilbao (2004: 45), de CNMV (2006: 282) y de www.sbol-sas.com (fecha de consulta: 28-08-06).

### III.2.2. Variables.

En el estudio empírico se ha trabajado sobre un total de 20 variables cuya definición aparece en el Cuadro 3, y que contemplan la propia idiosincrasia de cada empresa estudiada – fundamentalmente en términos de su estructura de gobierno, aunque también de su rentabilidad.

### Cuadro 3. Variables del estudio

Variables de gobierno corporativo relativas al consejo de administración:

Variable	Sigla	Información recogida por la variable
Tamaño del consejo	num_con	A 31 de diciembre: número de miembros vocales del consejo de la empresa. NO se incluyen los miembros honoríficos, ni los secretarios salvo que reúnan la condición de vocal/consejero – variable cuantitativa expresada en número de consejeros
Existencia de un secretario vocal	sec_con	A 31 de diciembre: el secretario del consejo de la empresa es también vocal del mismo – variable cualitativa: valor “0” significa “no”, valor “1” significa “sí”
Importancia de los consejeros independientes	ind_con	Porcentaje de consejeros vocales de la empresa que cumplen simultáneamente estas dos condiciones a 31 de diciembre: no ocupar puestos de consejero o ejecutivos en la empresa ni en empresas del grupo, y no poseer acciones de la empresa – variable cuantitativa expresada en tanto por cien
Importancia de los puestos de consejero simultáneos	sim_con	Porcentaje de consejeros vocales de la empresa simultáneamente miembros de los consejos de administración de 2 o más de las empresas de la muestra a 31 de diciembre – variable cuantitativa expresada en tanto por cien
Importancia de las mujeres consejeras	fem_con	Porcentaje de consejeros vocales de la empresa que sean de sexo femenino a 31 de diciembre – variable cuantitativa expresada en tanto por cien
Importancia de las sociedades como miembros del consejo	soc_con	Porcentaje de consejeros vocales de la empresa que son una sociedad (personalidad jurídica) a 31 de diciembre – variable cuantitativa expresada en tanto por cien
Existencia de un presidente que es ejecutivo	dir_con	A 31 de diciembre: el presidente (no honorífico) del consejo de la empresa es ejecutivo de la empresa – variable cualitativa: valor “0” significa “no”, valor “1” significa “sí”
Remuneración anual total media por consejero (vocal y no vocal)	rem_con	Incluye: sueldos y salarios, participación en beneficios, aportaciones a planes de pensiones, primas de seguros, remuneraciones derivadas de la participación en los consejos de empresas del grupo o participadas y cualquier otra retribución <i>salvo</i> opciones sobre acciones, préstamos, créditos y garantías concedidos por la sociedad a favor de los consejeros, ni obligaciones contraídas por la sociedad por los planes de pensiones a favor de consejeros – variable cuantitativa expresada en euros al año por consejero
Remuneración anual con opciones sobre acciones, media por consejero (vocal y no vocal)	opc_con	Número de opciones sobre acciones asignados en el año a los miembros del consejo de la empresa, en dato medio por consejero – variable cuantitativa expresada en opciones al año por consejero

**Variables de gobierno corporativo relativas a la estructura de la propiedad:**

Variable	Sigla	Información recogida por la variable
Concentración de la propiedad	pro_acc	A 31 de diciembre: porcentaje de propiedad <i>directa</i> sobre la empresa que tienen los 3 accionistas más importantes – variable cuantitativa expresada en tanto por cien
Importancia de los accionistas mayoritarios	imp_acc	A 31 de diciembre: número de accionistas mayoritarios que tienen el 10% o más de propiedad <i>directa</i> sobre la empresa – variable cuantitativa expresada en número de accionistas
Accionistas mayoritarios miembros del consejo de administración	may_acc	A 31 de diciembre: de entre los 3 accionistas mayoritarios según participación significativa <i>directa</i> , cuántos son miembros <i>vocales</i> del consejo de administración – variable cuantitativa expresada en número de accionistas
Importancia del presidente del consejo en la propiedad de la empresa	pte_acc	A 31 de diciembre: porcentaje de propiedad <i>directa más indirecta</i> sobre la empresa que tiene el presidente (no honorífico) del consejo – variable cuantitativa expresada en tanto por cien
Importancia de todos los consejeros en la propiedad de la empresa	con_acc	A 31 de diciembre: porcentaje de propiedad <i>directa más indirecta</i> sobre la empresa que tienen los miembros <i>vocales</i> del consejo – variable cuantitativa expresada en tanto por cien
Participación accionarial del estado español en la propiedad de la empresa	edo_acc	A 31 de diciembre: porcentaje de propiedad <i>directa</i> sobre la empresa que tiene el estado español a través de empresas públicas u otros organismos estatales – variable cuantitativa expresada en tanto por cien
Participación accionarial de las cajas de ahorros españolas en la propiedad de la empresa	caj_acc	A 31 de diciembre: porcentaje de propiedad <i>directa</i> sobre la empresa que tienen las cajas de ahorros españolas – variable cuantitativa expresada en tanto por cien
Participación accionarial de sociedades extranjeras en la propiedad de la empresa	ext_acc	A 31 de diciembre: porcentaje de propiedad <i>directa</i> sobre la empresa que tienen las sociedades (personalidad jurídica) extranjeras – variable cuantitativa expresada en tanto por cien

**Variables de rentabilidad:**

Variable	Sigla	Información recogida por la variable
Rentabilidad económica de la empresa	ROA	(resultado neto de explotación) / (activo neto total); datos de las cuentas anuales a 31 de diciembre – variable cuantitativa expresada en tanto por uno
Rentabilidad financiera de la empresa	ROE	(resultado neto del ejercicio) / (fondos propios); datos de las cuentas anuales a 31 de diciembre – variable cuantitativa expresada en tanto por uno
Rentabilidad para el accionista	DIV	Parte del resultado neto del ejercicio a distribuir en forma de dividendos (propuesta del consejo pendiente de aprobación en junta general de accionistas) – variable cuantitativa expresada en tanto por uno

FUENTE: elaboración propia.

Las variables relativas al gobierno de las empresas estudiadas se refieren por un lado a los consejos de administración de las mismas (9 variables que representan el 45% del total de variables) y relativas a la estructura de propiedad de la empresa (el 40% de las variables). Las variables de gobierno corporativo relativas al consejo de administración son las únicas realmente tratadas por los códigos de buen gobierno españoles, tal y como se puede observar en el Cuadro 4. Las variables que definen la estructura de la propiedad son aquéllas que la literatura sobre gobierno corporativo entiende son las más relevantes a la hora de determinar los mecanismos de poder y control sobre el trabajo estratégico de la empresa. Estas variables describen el grado de concentración de la propiedad y la composición de la misma (tipos de propietarios) tal y como recoge la literatura. Por su parte, las variables de rentabilidad tienen un peso del 15% sobre el total de variables. La inclusión de este tipo de variables en el estudio está justificada por su explícita mención en los códigos de buen gobierno españoles, tal y como muestra el Cuadro 4<sup>8</sup>.

**Cuadro 4. Recomendaciones sobre las variables del estudio recogidas en los códigos de buen gobierno españoles**

Variable	Recomendación Olivencia	Recomendación Aldama	Recomendación Código Unificado
Tamaño del consejo	Que el consejo de administración ajuste su dimensión para lograr un funcionamiento más eficaz y participativo. En principio, el tamaño adecuado podría oscilar entre 5 y 15 miembros	El consejo de administración deberá tener un número razonable de miembros para asegurar su operatividad y el trabajo de cada consejero, y poder contar con todos los medios necesarios para el mejor y más eficaz ejercicio de sus funciones, incluyendo la comunicación con los responsables de las diferentes áreas de negocio y servicios, y, en su caso, la asistencia de profesionales y expertos externos	Que el consejo tenga la dimensión precisa para lograr un funcionamiento eficaz y participativo, lo que hace aconsejable que su tamaño no sea inferior a 5 ni superior a 15 miembros

<sup>8</sup> En este grupo se podría haber incorporado alguna otra variable que midiera la rentabilidad de la empresa percibida por los mercados bursátiles españoles, como por ejemplo el PER o el beneficio por acción o incluso la *q* de Tobin tan frecuentemente utilizada en las investigaciones sobre gobierno corporativo. Pero se ha creído más oportuno utilizar para las variables de rentabilidad las mismas fuentes de datos (informes anuales de las propias empresas) que para las variables de gestión, garantizando así la homogeneidad en la medición de todo lo relativo a la gestión de la empresa, sin incorporar factores externos que pudieran distorsionar dicha homogeneidad.

**Continuación Cuadro 4**

Variable	Recomendación Olivencia	Recomendación Aldama	Recomendación Código Unificado
<b>Existencia de un secretario vocal</b>	Que se dote de mayor relevancia a la figura del Secretario del consejo, reforzando su independencia y estabilidad y destacando su función de velar por la legalidad formal y material de las actuaciones del consejo	Al Secretario del consejo debería atribuírsele, de forma expresa, además, el deber de comprobar la regularidad estatutaria de las actuaciones del consejo, el cumplimiento de las disposiciones emanadas de los organismos reguladores, y la consideración, en su caso, de sus recomendaciones, así como el de velar por la observancia de los principios o criterios de gobierno corporativo de la sociedad y las normas del Reglamento del Consejo	Que el Secretario del consejo vele de forma especial para que las actuaciones del consejo: <ul style="list-style-type: none"> <li>a) se ajusten a la letra y al espíritu de las leyes y sus reglamentos, incluidos los aprobados por los organismo reguladores;</li> <li>b) sean conformes con los Estatutos de la sociedad y los Reglamentos de la Junta, del consejo y los demás que tenga la compañía;</li> <li>c) tengan presentes las recomendaciones sobre buen gobierno contenidas en este Código Unificado que la compañía hubiera aceptado</li> </ul>
<b>Importancia de los consejeros independientes</b>	Que se integre en el consejo de administración un número razonable de consejeros independientes, cuyo perfil responda a personas de prestigio profesional desvinculadas del equipo ejecutivo y de los accionistas significativos Que en la composición del consejo de administración los consejeros externos (dominicales e independientes) constituyan amplia mayoría sobre los ejecutivos (... ) y que la proporción entre dominicales e independientes se establezca teniendo en cuenta la relación existente entre el capital integrado por paquetes significativos y el resto	Debería haber mayoría amplia de consejeros externos en el consejo y, dentro de éstos, una participación muy significativa de consejeros independientes, teniendo en cuenta la estructura accionarial de la sociedad y el capital representado en el consejo	Que el número de consejeros independientes represente al menos un tercio del total de consejeros  Que los consejeros externos dominicales e independientes constituyan una amplia mayoría del consejo y que el número de consejeros ejecutivos sea el mínimo necesario, tendiendo en cuenta la complejidad del grupo societario y el porcentaje de participación de los consejeros ejecutivos en el capital de la sociedad  Que si existiera algún consejero externo que no pueda ser considerado dominical ni independiente, la sociedad explique tal circunstancia y sus vínculos, ya sea con la sociedad o sus directivos, ya con sus accionistas  Que dentro de los consejeros externos, la relación entre el número de consejeros dominicales y el de independientes refleje la proporción existente entre el capital de la sociedad y representado por los consejeros dominicales y el resto del capital

## Continuación Cuadro 4

Variable	Recomendación Olivencia	Recomendación Aldama	Recomendación Código Unificado
Importancia de los puestos de consejero simultáneos			Que las sociedades hagan pública a través de su página web, y mantengan actualizada, la siguiente información sobre sus consejeros: (...) b) otros consejos de administración a los que pertenezcan, se trate o no de sociedades cotizadas;
Importancia de los consejeros femeninos			Que cuando se escase o nulo el número de consejeras, el consejo explique los motivos y las iniciativas adoptadas para corregir tal situación; y que, en particular, la comisión de nombramientos vele para que al proveerse de nuevas vacantes: a) los procedimientos de selección no adolezcan de sesgos implícitos que obstaculicen la selección de consejeras; b) la compañía busque deliberadamente, e incluya entre los potenciales candidatos, mujeres que reúnan el perfil profesional buscado
Importancia de las sociedades como miembros del consejo			
Existencia de un presidente que es ejecutivo	Que, en el caso de que el consejo opte por la fórmula de acumulación en el Presidente del cargo del primer ejecutivo de la sociedad, adopte las cautelas necesarias para reducir los riesgos de la concentración de poder en una sola persona		Que, cuando el Presidente del consejo sea también el primer ejecutivo de la sociedad, se faculte a uno de los consejeros independientes para solicitar la convocatoria del consejo o la inclusión de nuevos puntos en el orden del día; para coordinar y hacerse eco de las preocupaciones de los consejeros externos; y para dirigir la evaluación por el consejo de su Presidente

Continuación Cuadro 4

Variable	Recomendación Olivencia	Recomendación Aldama	Recomendación Código Unificado
Remuneración anual total media por consejero (vocal y no vocal)	Que la política de remuneración de los consejeros, cuya propuesta, evaluación y revisión debe atribuirse a la Comisión de retribuciones, se ajuste a los criterios de moderación, relación con los rendimientos de la sociedad e información detallada e individualizada	<p>La remuneración de los consejeros en cuanto se determine en razón de los resultados de la sociedad, deberá tomar en consideración las salvedades que consten en el informe del auditor externo y que afecten a la cuenta de resultados de manera significativa</p> <p>La cuantía de la remuneración percibida por cada consejero debería recogerse en la Memoria anual, desglosando esta remuneración en todos los conceptos. La remuneración y el coste total de la alta dirección (comité de dirección o similar), junto con el número e identificación de los cargos que lo componen, se incluya, conjuntamente, en el informe anual, desglosando los conceptos a que corresponden; salario en metálico y en especie, opciones sobre acciones, bonus, fondos de pensiones, provisiones por indemnizaciones y otras compensaciones que pudieran existir</p>	<p>Que la remuneración de los consejeros externos sea la necesaria para retribuir la dedicación, cualificación y responsabilidad que el cargo exija; pero no tan elevada como para comprometer su independencia.</p> <p>Que las remuneraciones relacionadas con los resultados de la sociedad tomen en cuenta las eventuales salvedades que consten en el informe del auditor externo y minoren dichos resultados.</p> <p>Que en caso de retribuciones variables, las políticas retributivas incorporen las cautelas técnicas precisas para asegurar que tales retribuciones guardan relación con el desempeño profesional de sus beneficiarios y no derivan simplemente de la evolución general de los mercados o del sector de actividad de la compañía o de otras circunstancias similares</p> <p>Que el consejo someta a votación de la Junta General de Accionistas, como punto separado del orden del día, y con carácter consultivo, un informe sobre la política de retribuciones de los consejeros. Y que dicho informe se ponga a disposición de los accionistas, ya sea de forma separada o de cualquier otra forma que la sociedad considere conveniente</p> <p>Que la Memoria detalle las retribuciones individuales de los consejeros durante el ejercicio e incluya:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>a) el desglose individualizado de la remuneración de cada consejero, (...)</li> <li>c) información sobre la relación, en dicho ejercicio pasado, entre la retribución obtenida por los consejeros ejecutivos y los resultados u otras medidas de rendimiento de la sociedad</li> </ul>

## Continuación Cuadro 4

Variable	Recomendación Olivencia	Recomendación Aldama	Recomendación Código Unificado
Rentabilidad económica de la empresa	Recomendamos establecer como objetivo último de la compañía y, consiguientemente, como criterio que debe presidir la actuación del consejo, la maximización del valor de la empresa o, para decirlo con una fórmula que ha arraigado en medios financieros, la creación de valor para el accionista	Todos los miembros del consejo de administración tienen la misión de defender la viabilidad a largo plazo de la empresa, y la obligación de cooperar en la protección conjunta de los intereses de la sociedad	<p>Que el consejo desempeñe sus funciones con unidad de propósito e independencia de criterio, dispense el mismo trato a todos los accionistas y se guíe por el interés de la compañía, entendido como hacer máximo, de forma sostenida, el valor económico de la empresa.</p> <p>Y que vele asimismo para que en sus relaciones con los grupos de interés (stakeholders) la empresa respete las leyes y reglamentos, cumpla de buena fe sus obligaciones y contratos, respete los usos y buenas prácticas de los sectores y territorios donde ejerza su actividad, y observe aquellos principios adicionales de responsabilidad social que hubiera aceptado voluntariamente</p>
Rentabilidad financiera de la empresa			
Rentabilidad para el accionista			
Remuneración anual con opciones sobre acciones media por consejero (vocal y no vocal)		Las remuneraciones consistentes en entregas de acciones de la sociedad o sociedades del grupo, opciones sobre acciones, o referenciadas al valor de la acción, deberían limitarse a los consejeros ejecutivos o internos	<p>Que se circunscriban a los consejeros ejecutivos las remuneraciones mediante entrega de acciones de la sociedad o de sociedades del grupo, opciones sobre acciones o instrumentos referenciados al valor de la acción, retribuciones variables ligadas al rendimiento de la sociedad o sistemas de previsión.</p> <p>Esta recomendación no alcanzará a la entrega de acciones, cuando se condicione a que los consejeros las mantengan hasta su cese como consejero</p> <p>Que la Memoria detalle las retribuciones individuales de los consejeros durante el ejercicio e incluya: (...)</p>

Continuación Cuadro 4

Variable	Recomendación Olivencia	Recomendación Aldama	Recomendación Código Unificado
			b) el desglose individualizado de las eventuales entregas a consejeros de acciones, opciones sobre acciones o cualquier otro instrumento referenciado al valor de la acción, con detalle de número de acciones u opciones ejercidas durante el año, con indicación del número de acciones afectadas y el precio de ejercicio; número de opciones pendientes de ejercitar a final de año, con indicación de su precio, fecha y demás requisitos de ejercicio; cualquier modificación durante el año de las condiciones de ejercicio de opciones ya concedidas

FUENTE: España. Grupo Especial de Trabajo sobre Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas (2006: 46-68) y España. Comisión Especial para el Estudio de un Código Ético de los Consejos de Administración de las Sociedades (1998: 66).

La elección de cada una de estas variables también responde a un problema de recogida de información fiable. Teniendo en cuenta que antes de la aparición del código Olivencia o de cualquier otro código de buen gobierno a escala internacional, las empresas españolas cotizadas contaban con un alto grado de libertad a la hora de hacer pública cualquier información relativa a sus sistemas de gobierno, la información publicada sobre los consejos de administración de dichas empresas para el año 1995 es pobre, puntual y sobre todo heterogénea entre las distintas empresas estudiadas. Esto justifica el hecho de que las variables relativas al consejo de administración que han sido seleccionadas para el estudio empírico se centren fundamentalmente en la estructura de dicho órgano de gobierno, dejando a un lado importantes variables relativas al funcionamiento del mismo (como por ejemplo el número y tipo de comisiones delegadas y el número de reuniones anuales del consejo o de las comisiones).

Los datos de las variables se han extraído de los informes anuales y memorias de las empresas estudiadas, informes a los que se puede acceder a través de las páginas *web* de cada compañía; para el año 2005 los datos de las variables de gobierno corporativo

rativo se han extraído de los informes anuales de gobierno corporativo que cada compañía estudiada ha registrado en la CNMV<sup>9</sup>. Para los años 1995 y 2000 ha sido necesario consultar el anuario DICODEI para acceder a muchos de los datos relativos a los consejos de administración.

Los datos recogidos para todas las variables son puntuales, es decir, se refieren a un instante en el tiempo, concretamente el último día hábil de cada uno de los tres años del estudio. Además, estos datos provienen de la sociedad matriz cotizada e incluida en el Ibex 35 (datos individuales), y no de los datos del grupo de empresas formado por dicha matriz más todas sus participadas o asociadas (datos consolidados).

### III.2.3. Metodología estadística.

El estudio consta de tres partes definidas cada una de ellas por el método estadístico empleado en el tratamiento de los datos obtenidos y por la hipótesis a contrastar. El primer procesamiento de datos consiste en la descripción estadística general de cada variable, para cada uno de los años del estudio, y de la evolución de los valores de dichas variables entre los años del estudio; para ello se han utilizado indicadores básicos de la estadística descriptiva. El segundo tratamiento de los datos consiste en un proceso más elaborado en el cual se han empleado técnicas estadísticas multivariantes. Dentro de este tratamiento, se ha aplicado inicialmente un análisis factorial de componentes principales y seguidamente se ha aplicado la técnica conocida como escalamiento multidimensional (en adelante MDS).

El MDS es una técnica que se caracteriza precisamente por la posibilidad de tratar múltiples variables de naturaleza muy distinta, y por permitir el tratamiento incluso en conjuntos pequeños de elementos observables como es el caso de este estudio (20 empresas para el año 1995 y 16 para 2000 y 2005). En el presente estudio, para cada una de las empresas existe un conjunto de atributos individuales que están reflejados por los datos de las variables. Estos atributos se refieren a las características de propiedad, de consejo de administración y de rentabilidad de las compañías estudiadas. Además, los atributos considerados (las variables) son métricos, es decir, los datos de todas las variables del estudio se miden.

El MDS entonces proporciona información acerca de las relaciones subyacentes existentes entre las empresas en términos de “ semejanza ” o “ desemejanza ” respecto del conjunto de *todos* los atributos (variables) de gobierno corporativo estudiados. De aquí el interés principal de los investigadores en aplicar este método estadístico para contrastar la tercera hipótesis. Para ello se hará uso de uno de los resultados más llamativos que proporciona el MDS, esto es, de un mapa perceptual bidimensional en donde se ubican las empresas en los diferentes años considerados. Este resultado, que será presentado más adelante, dará información de cuál es el posiciona-

---

<sup>9</sup> Acceso a través de la página web de la CNMV.

miento de las diferentes empresas y de cómo han evolucionado en los últimos años. De tal modo que aquellas empresas muy próximas entre sí se caracterizarán por un comportamiento similar, y al revés.

### III.3. Resultados

#### III.3.1. Resultados de la estadística descriptiva.

Los resultados de la estadística descriptiva están recogidos en el Cuadro 5<sup>10</sup>.

---

<sup>10</sup> Nótese que, en el Cuadro 5, las tasas de variación de la variable *rem\_con* se han calculado sobre las medias aritméticas de los datos de esta variable en precios constantes y no reales, y que aquellas variables para las que no se especifica si se cumple o no la recomendación, son aquellas para las cuales no existen recomendaciones en los códigos Olivencia y Aldama - aunque pueda ser que sí exista para el código unificado que, sin embargo, no es de aplicación en el periodo del presente estudio. Véase Cuadro 4.

**Cuadro 5. Resultados de la estadística descriptiva**

Variable	1995					2000					2005				
	Media	Valor Máximo	Valor Mínimo	Moda	Frecuencia	Media de la moda	Valor	Valor Máximo	Moda Mínimo	Frecuencia	Media de la moda	Valor	Valor Máximo	Moda Mínimo	Frecuencia de la moda
num_con	18	30	9			17	32	9			16	20	10		
sec_con				0	62%				0	57%				0	62%
ind_con	33	75	0			21	53	0			6	24	0		
sim_con	23	58	0			25	47	0			9	29	0		
fem_con	3	20	0			2	11	0			4	29	0		
soc_con	3	27	0			6	17	0			11	53	0		
dir_con				1	46%				1	52%				1	57%
rem_con	132,382	431,655	18,030			320,284	1,454,483	42,987			538,375	1,737,000	242,000		
opc_con	0	0	0			6,489	29,310	0			1,710	22,981	0		
pro_acc	33,734	73,040	5,275			24,901	71,391	0,173			30,108	67,538	11,330		
imp_acc	1	2	0			1	2	0			1	4	0		
may_acc	1	2	0			1	3	0			0	2	0		
pte_acc	0,390	5,150	0,000			0,602	8,141	0,000			0,709	7,686	0,000		
con_acc	2,112	15,274	0,000			6,728	49,686	0,001			11,771	65,026	0,007		
edo_acc	17,899	66,890	0,000			0,000	0,000	0,000			0,000	0,000	0,000		
caj_acc	2,998	33,600	0,000			1,604	8,060	0,000			5,689	36,088	0,000		
ext_acc	6,195	22,800	0,000			5,672	17,213	0,000			7,712	30,398	0,000		
ROA	0,066	0,279	-0,002			0,036	0,179	-0,006			0,012	0,052	-0,008		
ROE	0,108	0,245	0,007			0,103	0,274	-0,010			0,187	0,739	0,056		
DIV	0,668	2,392	0,172			0,622	1,000	0,000			0,708	1,000	0,313		

Variable	Tasas de Variación de 1995 a 2000 (en tanto por cien)				Tasas de Variación de 2000 a 2005 (en tanto por cien)				Tasas de Variación de 1995 a 2005 (en tanto por cien)						
	Media	Valor Máximo	Valor Mínimo	Frec. de la moda	Cumplim. Códigos (b)	Media	Valor Máximo	Valor Mínimo	Frec. de la moda	Cumplim. Códigos (b)	Media	Valor Máximo	Valor Mínimo	Frec. de la moda	Cumplim. Códigos (b)
num_con	-2,9%	6,7%	0,0%	-7,1%	SÍ	-8,6%	-37,5%	11,1%			-11,2%	-33,3%	11,1%		SÍ
sec_con					SÍ				8,3%	NO				0,6%	NO
ind_con	-36,1%	-29,3%			NO	-73,8%	-54,7%			NO	-83,3%	-68,0%			NO
sim_con	7,0%	-19,0%				-62,3%	-38,3%				-59,7%	-50,0%			
fem_con	-24,1%	-44,4%				77,1%	161,0%				34,4%	45,0%			
soc_con	122,0%	-37,0%				95,6%	211,8%				334,1%	96,3%			
dir_con				13,5%	NO				9,1%	NO				23,8%	NO
rem_con (a)	111,9%	195,1%	108,8%		NO	43,1%	1,7%	379,4%		NO	203,3%	200,1%	900,9%		NO
opc_con						-73,7%	-21,6%								
pro_acc	-26,2%	-2,3%	-96,7%			20,9%	-5,4%	6449,1%			-10,7%	-7,5%	114,8%		
imp_acc	-29,7%	0,0%				88,9%	100,0%				32,8%	100,0%			
may_acc	104,5%	50,0%				-72,2%	-33,3%				-43,2%	0,0%			
pte_acc	54,2%	58,1%			NO	17,9%	-5,6%			NO	81,8%	49,2%			NO
con_acc	218,6%	225,3%			NO	75,0%	30,9%	600,0%		NO	457,5%	325,7%			NO
edo_acc	-100,0%	-100,0%									-100,0%	-100,0%			
caj_acc	-46,5%	-76,0%				254,6%	347,7%				89,8%	7,4%			
ext_acc	-8,5%	-24,5%				36,0%	76,6%				24,5%	33,3%			
ROA	-45,5%	-35,9%	194,6%			-66,4%	-71,0%	35,7%			-81,7%	-81,4%	299,7%		
ROE	-4,9%	11,6%	-240,1%			82,2%	169,8%	-637,0%			73,4%	201,1%	652,2%		
DIV	-6,9%	-58,2%	-100,0%			13,8%	0,0%				6,0%	-58,2%	81,6%		

FUENTE: Elaboración propia.

Estos resultados, junto con las recomendaciones de los códigos Olivencia y Aldama que resume el Cuadro 4, permiten ver si la evolución en el tiempo de cada atributo individual de gobierno corporativo refleja un acercamiento a o un alejamiento respecto de dichas recomendaciones. Resulta sorprendente observar cómo, salvo para el tamaño del consejo, no es posible decir que las empresas se están acercando a las recomendaciones de los códigos de buen gobierno.

En primer lugar, la importancia otorgada al secretario del consejo no parece aumentar con el tiempo, a pesar del avance producido entre los años 1995 y 2000 reflejado por la disminución en un 7,1% de la frecuencia de secretarios no vocales en las empresas estudiadas. Sin embargo, esta variación se transforma en crecimiento entre 2000 y 2005 (un 8,3%) y entre 1995 y 2005 (un 0,6%).

El no cumplimiento de las empresas del Ibex 35 en cuanto al tema de la remuneración anual por consejero es especialmente llamativo: aunque, a la hora de recoger los datos del estudio, sí se ha podido observar una cada vez mayor transparencia en la presentación de la información por parte de las empresas estudiadas – tal y como efectivamente recomienda el código Olivencia –, el tema de la “moderación” en el importe de la remuneración de los consejeros queda muy lejos de cumplirse, tal y como demuestra el 203,3% de variación de la media aritmética de esta variable entre los años 1995 y 2005; los crecimientos entre 1995 y 2000 y entre 2000 y 2005 también son notables, especialmente entre los primeros cinco años.

El punto referido a la vinculación entre la remuneración y los resultados de la compañía, también proclamado por el código Olivencia (véase Cuadro 4), tampoco parece ser respetado en la medida esperada por los expertos: entre 1995 y 2000, el incremento en la remuneración media por consejero se acompaña de un empeoramiento en los datos medios de las tres variables de rentabilidad del estudio; si bien entre 2000 y 2005 esta relación sí que se ajusta (parece producirse un incremento similar tanto en los datos medios de las ratios de rentabilidad como en el de la remuneración), de nuevo, al contemplar la evolución entre 1995 y 2005, el incremento en el dato medio de la remuneración (203,3%) parece enorme frente al producido en las medias del ROA, del ROE y de los dividendos repartidos (-81,7%, 73,4% y 6% respectivamente).

Sin embargo, es importante matizar este último resultado con el incremento significativo en el uso de las opciones sobre acciones que se produce entre 1995 y 2005 (de no existir ningún caso en la muestra a presentarse en seis de las empresas estudiadas en 2000 y en dos en 2005), y que sí parece ajustarse a la mejora que, en estos diez años, presentan las empresas respecto de sus resultados, básicamente del ROE y del reparto de dividendos. Nótese cómo la política general de reparto de dividendos de las empresas estudiadas es, en media, bastante más acorde con los resultados de la compañía que la remuneración de los consejeros.

El tema de la remuneración de los consejeros es especialmente interesante. Un estudio recientemente publicado por el *National Bureau of Economic Research* esta-

dounidense, indica que el incremento en la remuneración de los consejeros del país – especialmente en la de los consejeros delegados o presidentes ejecutivos de las empresas del país – representa una de las causas principales de la creciente desigualdad en los salarios pagados en los Estados Unidos (Lorsch, 2006). A sabiendas de que este hecho puede dinamitar la reputación de las empresas estadounidenses, resulta interesante intentar comprender por qué se está produciendo esta subida en las remuneraciones de los consejeros. Según Lorsch, las comisiones de retribución de los consejos de administración estadounidenses han de hacer frente a dos presiones para elevar la remuneración de los consejeros. Por un lado, está el miedo a perder a un máximo ejecutivo muy competente. Para asegurarse de que esto no pase, las comisiones de retribución confían más en los estudios de las consultoras que ofrecen datos sobre las remuneraciones de los consejeros en otras compañías, que en la información sobre el desempeño real de la propia compañía, y entonces intentan fijar la remuneración del máximo ejecutivo generalmente en los tramos superiores de dichos estudios (Lorsch, 2006). Esto explicaría porqué, como en el caso de las empresas del Ibex 35 del presente estudio, no se alinean remuneraciones y resultados de la compañía. La segunda presión aparece cuando la empresa desea reclutar a un determinado candidato para cubrir el puesto de consejero delegado – o presidente ejecutivo – de la compañía. En este caso, la comisión de nombramientos y la de retribuciones quieren ofrecer algo que realmente atraiga al candidato elegido, así que le ofrecen una suculenta retribución (Lorsch, 2006).

En el caso del presente estudio, los resultados pueden llevar a pensar que las empresas del Ibex 35 sí remuneran a sus accionistas de acuerdo con los resultados de la compañía, dando por lo tanto poder al mercado de capitales para que, cuando sea necesario, penalice (o premie) la mala (o la buena) gestión de la del equipo ejecutivo, incluidos los consejeros con capacidad ejecutiva. De hecho, Lorsch es de la opinión de que la presión que la comisión de retribuciones debería considerar a la hora de fijar las remuneraciones de los consejeros es la que proviene de los accionistas que exigen unas retribuciones de los consejeros “moderadas”, “razonables” y ajustadas al desempeño de la empresa – tal y como recomienda Olivencia; una excesiva retribución podría provocar una reacción punitiva por parte los accionistas en los mercados de capitales. Sin embargo, incluso los consejeros mejor intencionados encuentran hartos difícil someterse más a la presión de los accionistas que a las dos anteriores procedentes de los consejeros, ya que entienden que los accionistas son, finalmente, un grupo abstracto de agentes cambiantes, mientras que el consejero delegado o el presidente ejecutivo son figuras reales, de carne y hueso, que han de ser motivadas para que mantengan funcionando la empresa (Lorsch, 2006). Este parece ser el caso del presente estudio cuyos resultados dicen que las comisiones de retribución de los consejos de administración de las empresas del Ibex 35 no se están sometiendo a las presiones procedentes de los accionistas – a pesar de que les remuneran acorde al desempeño de la compañía – y sí a las de los propios intereses de los consejeros que,

a pesar del empeoramiento de los resultados de las empresas, siguen ganando más, y por importes poco moderados. Aunque las empresas del Ibex 35 quieran hacer creer que los mecanismos de control sobre su trabajo estratégico son fundamentalmente externos (mercados de capitales), parece que en realidad estos mecanismos son más bien internos y que el poder real está en manos del consejo de administración.

Los resultados referidos al presidente del consejo apoyan esta misma línea argumental; la creciente presencia, en las empresas estudiadas, de presidentes del consejo que además son ejecutivos, junto con el hecho de que la propiedad en manos del presidente del consejo también se ha incrementado en el periodo del estudio, permite declarar que las empresas del Ibex 35 tienden a darle cada vez más poder al consejo de administración como mecanismo controlador y ejecutor del trabajo estratégico y de gestión de estas compañías. Es posible afirmar que, también en este atributo, las empresas de Ibex 35 se alejan de los códigos de buen gobierno españoles, concretamente del Olivencia que proclama que, en el caso de que exista un presidente ejecutivo “se adopten las cautelas necesarias para reducir los riesgos de la concentración de poder en un a sola persona” (véase Cuadro 4).

Un último resultado interesante derivado de la estadística descriptiva tiene que ver con la variable “importancia de los puestos de consejero simultáneos”. La literatura reconoce los beneficios que esta simultaneidad en la ocupación de puestos de consejero produce para las empresas afectadas: estos consejeros funcionan como fuertes nexos de unión en las relaciones entre distintas compañías que permiten a éstas el intercambio estratégico de información de forma rápida y barata; esto es así, porque estos vínculos descansan sobre la confianza personal y la integridad individual del consejero en cuestión, y esto es algo que no siempre es posible encontrar cuando las empresas emprenden transacciones entre sí (comerciales, laborales, legales, entre otras) a través de los mecanismos de mercado (Aguilera, 1998). Sin embargo, también es cierto que representan una forma de concentración del poder y del control sobre la dirección de las compañías que puede derivar en prácticas abusivas, y también ponen en cuestión el correcto desempeño profesional individual del consejero cuando éste ha de atender las necesidades de demasiadas compañías a la vez. En el caso del presente estudio, es posible identificar un elevado número de consejeros que ocupan simultáneamente este puesto en dos de las empresas de la muestra, pero son muchos menos los que están presentes en 3 o más compañías a la vez (Cuadro 6).

Cada una de las cinco personas del Cuadro 6 están presente en más del 19% de las empresas de la muestra de 2000 y de 2005 (15% para 1995); sin embargo, estas personas representan el 0,8% del total de consejeros para 1995 (3 consejeros de 359 de la muestra de ese año), el 0,7% para el año 2000 (2 consejeros sobre los 279 de la muestra de ese año), y el 0,4% para el año 2005 (1 consejero sobre los 255 de la muestra de ese año). Estos datos ilustran por sí sólo la concentración de poder – con los peligros que conlleva – anteriormente mencionada. Bien es cierto que, entre

1995 y 2005, esta simultaneidad parece haber disminuido, tal y como muestra el Cuadro 5.

**Cuadro 6. Consejeros simultáneos dentro de las empresas de la muestra**

Consejero simultaneando en 3 o más empresas de la muestra	Empresas de las que es consejero		
	En 1995	En 2000	En 2005
LLADÓ FERNÁNDEZ-URRUTIA, José	ACERINOX		
	BBV		
	SEVILLANA		
FAINÉ CASAS, Isidro	ACESA	ACESA	
	GAS NATURAL	GAS NATURAL	
	TELFÓNICA	TELFÓNICA	
YBARRA Y LÓPEZ DÓRIGA, Fernando de	ENDESA		
	IBERDROLA		
	SEVILLANA		
	BBV		
OREJA AGUIRRE, Marcelino		ACERINOX	ACERINOX
		FCC	FCC
		REPSOL-YPF	REPSOL-YPF
BRUFAU NIUBÓ, Antonio		ACESA	
		GAS NATURAL	
		REPSOL-YPF	

FUENTE: Elaboración propia.

### III.3.2. Resultados del análisis factorial.

Los resultados del análisis factorial obtenidos son sencillos de entender: las 20 variables iniciales tan sólo pueden, en principio, reducirse a ocho componentes principales que explican un 76,58% de la varianza, aunque la medida de adecuación muestral de Kaiser-Meyer-Olkin (KMO) con un valor de 0,478 hace que sea inaceptable proceder a reducir la dimensión del problema (Peralta y otros, 2000: 69). Es decir, se debería trabajar con todas las variables originales.

Resultan muy complicados de explicar o de entender los ocho componentes principales que se obtienen del análisis factorial (véase Cuadro 7). La agrupación de variables que sugiere este método estadístico no es muy lógica en ninguno de los ocho casos, por lo tanto no sirve realmente para ofrecer una explicación más simplificada de la evolución de los veinte atributos individuales de gobierno corporativo entre los años del estudio. Esto ya estaba anunciado por el pobre valor del KMO.

Sin embargo, es posible llevar a cabo un análisis de dependencia bidimensional. Así, los pares de variables con correlaciones más elevadas se presentan en el Cuadro 8. Además, para cada una de ellas es posible encontrar una explicación sencilla que justifique el hecho de que se produzca cierta dependencia entre ambas variables, y así lo resume este cuadro.

**Cuadro 7. Matriz de componentes principales**

Método de extracción: Análisis de componentes principales. 8 componentes extraídos.								
Variables	1	2	3	4	5	6	7	8
Concentración de la propiedad	0,807							
Importancia de los consejeros independientes	0,688			0,558				
Importancia de los accionistas mayoritarios	0,645							
Participación accionarial del estado español en la propiedad de la empresa	0,592							
Tamaño del consejo	-0,578		-0,402					
Rentabilidad económica de la empresa	0,536							
Rentabilidad para el accionista	-0,474							
Importancia de las sociedades como miembros del consejo		0,840						
Importancia de todos los consejeros en la propiedad de la empresa		0,838						
Importancia de las mujeres consejeras		0,679						
Importancia del presidente del consejo en la propiedad de la empresa		0,509		0,456				
Participación accionarial de sociedades extranjeras en la propiedad de la empresa		-0,414	0,714					
Rentabilidad financiera de la empresa			0,678					
Importancia de los puestos de consejero simultáneos			-0,421					
Accionistas mayoritarios miembros del consejo de administración				0,445				
Remuneración anual con opciones sobre acciones, media por consejero					-0,579	0,490		
Remuneración anual total media por consejero	-0,531				-0,570			
Existencia de un secretario vocal	-0,400				0,479			
Existencia de un presidente que es ejecutivo								
Participación accionarial de las cajas de ahorros españolas en la propiedad de la empresa				-0,473				0,630

FUENTE: Elaboración propia.

Por lo tanto, los resultados del análisis factorial significan que el intento de simplificar los sistemas de gobierno corporativo agrupando sus múltiples atributos individuales en unos pocos, resulta peligroso a la hora de explicar con fidelidad cómo funcionan estos complejos sistemas, concretamente cómo han evolucionado en el tiempo, y si han reaccionado o no a la publicación de los códigos de buen gobierno. Se hace necesario aplicar otro método que busque entender la complejidad de los sistemas de gobierno corporativo de una forma diferente. Estos resultados justifican aún más el planteamiento de la tercera hipótesis de trabajo del presente estudio, cuya contraste se explica en el apartado siguiente.

**Cuadro 8.**  
**Correlaciones entre pares de variables y posible explicación**

Variable 1	Variable 2	Correlación (p-value)	Posible explicación para la relación de dependencia
Importancia de todos los consejeros en la propiedad de la empresa	Importancia de las sociedades como miembros del consejo	0,812 (0,000)	Esta elevada correlación positiva se explica fácilmente por el hecho de que, cuando una sociedad es miembro vocal de un consejo de administración, esto es, casi con absoluta seguridad, porque es propietaria significativa de la misma, por lo tanto es muy frecuente que el consejero sociedad represente en el consejo sus intereses de propietario. Sin embargo, en sentido contrario la explicación pierde fuerza: no toda sociedad propietaria significativa es o desea ser miembro vocal del consejo de la empresa que posee
Importancia de los accionistas mayoritarios	Concentración de la propiedad	0,645 (0,000)	Esta correlación positiva casi se explica por sí sola: a mayor número de propietarios con más del 10% de propiedad directa de la empresa, es más fácil que los 3 mayores accionistas de la empresa acumulen un volumen de propiedad directa mayor
Participación accionarial del estado español en la propiedad de la empresa	Importancia de los consejeros independientes	0,597 (0,000)	Al ser el estado español generalmente el propietario mayoritario, y al tener intereses diferentes de los de la propiedad privada, más orientado a la defensa de múltiples stakeholders, tiene sentido que este tipo de propietario favorezca la presencia de consejeros independientes en el consejo de sus empresas, de ahí la leve dependencia positiva entre ambas variables
Importancia de las mujeres consejeras	Importancia de las sociedades como miembros del consejo	0,518 (0,000)	Esta correlación positiva puede estar causada en parte por el caso concreto de la empresa FCC en la cual, en los tres años del estudio, existen tanto mujeres como sociedades en el consejo, y además las mujeres y las sociedades de esta empresa representan una parte muy importante del total de mujeres y de sociedades consejeras de toda la muestra (en los tres años del estudio, son muy pocas las empresas con mujeres en el consejo y muy pocas empresas con sociedades que son consejeras)

## Continuación cuadro 8

Variable 1	Variable 2	Correlación (p-value)	Posible explicación para la relación de dependencia
Participación accionarial del estado español en la propiedad de la empresa	Concentración de la propiedad	0,511 (0,000)	Cuando el estado español es propietario, lo hace de manera mayoritaria y, en general, con porcentajes de propiedad directa muy cercanos al 50%. Al tener una propiedad tan elevada, parece lógico que "ayude" a elevar la concentración de propiedad en manos de los tres mayores propietarios, de ahí la correlación positiva. En el caso del presente estudio, esto ha ocurrido sólo para el año 1995, ya que en 2000 y en 2005 ninguna empresa de la muestra contaba con el estado español entre sus propietarios

FUENTE: elaboración propia.

### III.3.3. Resultados del escalamiento multidimensional.

Como ya se comentó anteriormente, entre los resultados más llamativos que ofrece la técnica del MDS se encuentra el mapa perceptual o configuración de estímulos derivada que recoge la Figura 1. Se trata de un mapa de posicionamiento de las diferentes empresas estudiadas, cada una asignada a los tres años del estudio. La posición de cada empresa (con su año asignado) representa la similitud – o desemejanza – medida en función de todas las variables del estudio consideradas de manera simultánea: la similitud entre dos empresas (o una misma empresa en dos años distintos) se representa por la cercanía física en el mapa (o una pequeña distancia euclídeana) entre ambas, mientras que la desemejanza se identifica por la lejanía en el posicionamiento dentro del mismo mapa (o por una elevada distancia euclídeana medida por el MDS).

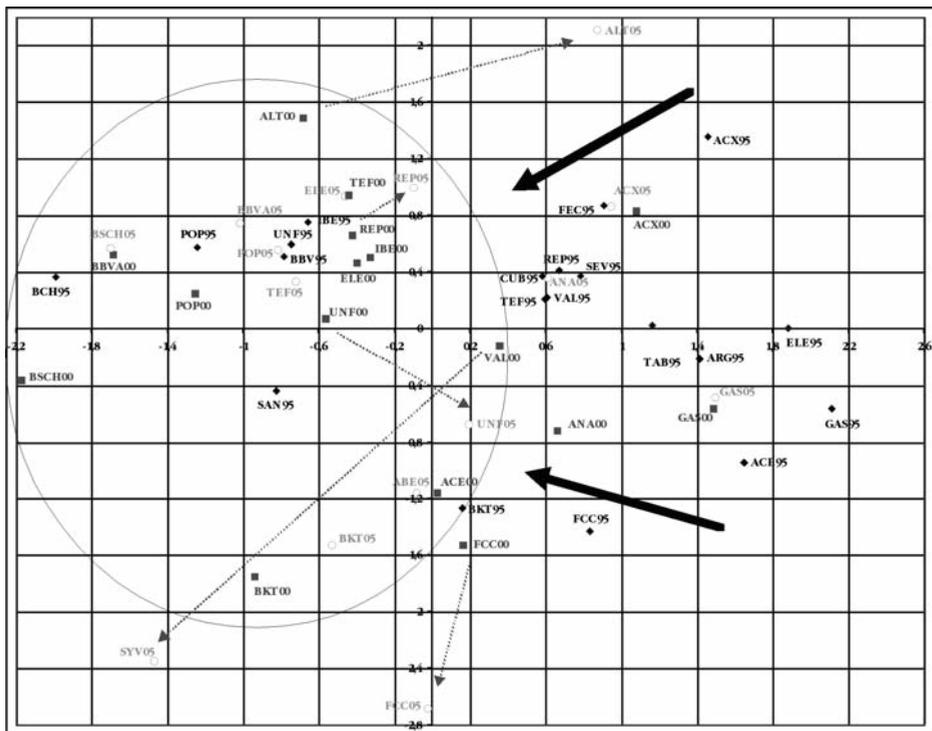
En la Figura 1 es posible observar cómo no existe demasiada homogeneidad entre las empresas para cada grupo de años, ni en general para los tres años del estudio; es decir, que las empresas están bastantes dispersas unas de otras, y no es fácil identificar una agrupación de empresas específica por año. Esto significa que, en los tres años del estudio, las empresas no tienen un comportamiento general de gobierno corporativo demasiado parecido entre sí.

A pesar de esta escasa homogeneidad, sí es posible observar un movimiento en el mapa de aproximación entre las empresas a medida que avanza el tiempo. Concretamente parece que hay un movimiento de traslación que, del año 1995 a los dos siguientes, hacen muchas de las empresas estudiadas; éstas parecen haberse movido de los cuadrantes derechos del mapa hacia los izquierdos, sobretudo hacia el superior izquierdo. Así lo indican las dos flechas de bloque de la Figura 1.

Sin embargo, existen varios casos en los que, de 2000 a 2005, las empresas se “desperdigán”, se salen o se alejan del “círculo de similitud” en el que se encontraban

en 2000 – o hacia el que se dirigían –, sin volver a la situación del año 1995, y creando de nuevo heterogeneidad entre el grupo de empresas estudiadas para el año 2005 – o disminuyendo la homogeneidad que entre 1995 y 2000 se había producido. Este es el caso claro de las empresas FCC, Altadis, Unión Fenosa o Sacyr Vallehermoso, o en menor medida el de la empresa Repsol, tal y como muestran las flechas de la Figura 1.

**Figura 1.**  
**Configuración de estímulos derivada de las empresas del Ibex 35 en 1995, 2000 y 2005, según sus atributos de gobierno corporativo**



FUENTE: elaboración propia.

Algunas empresas apenas han variado su posición en el mapa en los diez años del estudio. Esto significa que la estructura general de gobierno corporativo de estas empresas, entendida en términos relativos respecto del resto de empresas estudiadas y como resultado de las relaciones subyacentes entre todos los atributos individuales de gobierno corporativo estudiados, apenas ha sido modificada a raíz de la publicación de los códigos de buen gobierno en España. Por tanto, las empresas Acerinox,

Gas Natural, BSCH, BBVA y Banco Popular han variado muy poco su estructura de gobierno corporativo en estos años, aunque algunos de sus atributos individuales sí hayan variado considerablemente tal y como demuestran los datos individuales obtenidos para estas empresas<sup>11</sup>.

Finalmente, el movimiento homogeneizador identificado tras la publicación de los códigos de buen gobierno supone que las empresas se han ido aproximando al modelo de gobierno corporativo de los bancos españoles, fundamentalmente del BBVA, BSCH y Popular (que podemos ver han variado poco su posición en los tres años y se encuentran dentro del “círculo de similitud”). Este resultado encaja bastante con el hecho de que el tejido empresarial español está liderado por las grandes compañías financieras y las empresas antiguamente estatales no financieras, fundamentalmente de los sectores de las *utilities* (estas últimas empresas también aparecen dentro del “círculo de similitud” del mapa de posicionamiento). Con la democratización de España, y más recientemente, con la inclusión de este país en la entonces Comunidad Económica Europea, las empresas no financieras de *utilities* se han ido concentrado progresivamente, las empresas estatales privatizando, y los grandes grupos bancarios emergiendo, todos con la intención de hacerse cada vez más competitivos a escala internacional (Aguilera, 1998).

No parece, por lo tanto, que las empresas del Ibex 35 se hayan sentido muy “presionadas” por los códigos de buen gobierno para cumplir sus recomendaciones; quizás más en los inicios, es decir, entre 1995 y 2000, pero el MDS dice que entre 2000 y 2005 esta presión parece haber desaparecido. En 2005, las empresas del Ibex 35 presentan demasiadas semejanzas entre sí al comparar sus estructuras de gobierno corporativo.

## Conclusiones

Los resultados de la estadística descriptiva permiten confirmar la primera hipótesis:

*El efecto de los códigos de buen gobierno publicados en España sobre las características individuales del gobierno corporativo de las empresas del Ibex 35 ha sido muy leve*

Dichos resultados dicen que las empresas del Ibex 35 no siguen muchas de las pautas que proponen los códigos de buen gobierno. Mientras que los códigos propug-

---

<sup>11</sup> Por ejemplo, Gas Natural ha aumentado el tamaño de su consejo en un 42% entre 1995 y 2005 (de 12 a 17 consejeros); Acerinox ha pasado de un 40% de consejeros independientes en 1995 a un 0% en 2005; BBVA, por su parte, pasa de algo más de un 5% de concentración de su propiedad en 1995, a menos del 1% en 2000 para volver a subir a más de un 13% en 2005 (estos porcentajes suponen unas tasas de variación del -97% entre 1995 y 2000 y del 7840% entre 2000 y 2005).

nan una mayor importancia de los mecanismos externos para proteger los intereses de los accionistas minoritarios, las empresas del Ibex 35, muy al contrario, parecen haberle dado, entre 1995 y 2005, cada vez más poder a los consejeros: comparando el antes y el después de la publicación de los códigos de buen gobierno, en 2005 los consejeros están más vinculados a la propiedad, la proporción de independientes en el consejo es menor, el secretario tiene menos importancia, y existen más presidentes ejecutivos; pero además, la discrecionalidad en la remuneración de los consejeros, lejos de desaparecer, parece haberse hecho más patente. Todo esto pone seriamente en tela de juicio la utilidad de los códigos publicados en España, más aún cuando, con este panorama, se acaba de publicar un código nuevo que no viene precisamente a transformar el planteamiento de los dos anteriores sino a unificarlos y a completarlos. ¿Servirá esto de algo? ¿No están los expertos españoles sobre temas de gobierno corporativo desviándose de la realidad de las empresas del país? Si la respuesta a esta última pregunta es afirmativa, cabe entonces preguntarse qué intereses tienen estos expertos en mantener algo que parece no servir de mucho.

En segundo lugar, los resultados del análisis factorial de componentes principales permiten confirmar la segunda hipótesis del presente estudio:

*Los atributos individuales de gobierno corporativo no tienen una relación estadísticamente significativa de dependencia – no se comportan como variables independientes que pueden explicar o predecir otros atributos individuales denominados variables dependientes.*

Lo cual, como ya se ha mencionado en el apartado de “Resultados”, da justificación al tratamiento de la tercera hipótesis con el MDS.

Finalmente, la tercera hipótesis planteada en el presente estudio queda “positivamente” contrastada.

*El efecto de los códigos de buen gobierno publicados en España ha sido el de homogeneizar las estructuras generales de gobierno corporativo de las empresas del Ibex 35*

Se ha de matizar, sin embargo, el cumplimiento de esta hipótesis, ya que, aunque con la publicación de los códigos de buen gobierno en España, en general los patrones de gobierno corporativo de las empresas de Ibex 35 se han aproximado ligeramente, también es cierto, tal y como lo demuestran los resultados, que entre 2000 y 2005 un número importante de empresas se alejan de esta tendencia.

A partir de estos resultados podría interpretarse que muchas de las compañías del Ibex 35, después de haber reaccionado a la publicación del código Olivencia (movimiento de aproximación entre 1995 y 2000), entre 2000 y 2005 se habrían “relajado”, lo cual indicaría el nulo efecto del código Aldama sobre las mismas. Esta segun-

da idea daría sentido a la reciente publicación del código unificado que vendría entonces en un momento muy oportuno para volver a dar un impulso a las empresas del Ibex 35 con el fin de que reconsideren sus prácticas de gobierno.

Así que, considerando todas las hipótesis y todos los resultados del presente estudio, es posible acusar a las empresas del Ibex 35 de cierta indolencia ante los códigos de buen gobierno. Si bien parece que es un buen momento para replantearse las recomendaciones sobre prácticas de buen gobierno en España, esta relajación y esta indolencia obligan a los autores de este estudio a insistir en la idea de que hubiera sido más interesante hacer un replanteamiento más radical de lo que el código unificado propone. Habrá que esperar un cierto tiempo, no tanto para ver si las empresas cumplen cada una de las “nuevas” recomendaciones, sino para ver si el efecto global de las mismas sobre la estructura general de gobierno corporativo se hace patente, tal y como parece que ocurrió con la publicación del código Olivencia. Los autores de este artículo tienen serias dudas sobre el hecho de que las compañías vayan a cumplir más y mejor las nuevas recomendaciones individuales... si no lo han hecho en casi diez años de existencia de los códigos, ¿por qué lo van a hacer ahora con un nuevo código que no modifica sustancialmente lo que los expertos esperan del gobierno de las empresas españolas? Sin embargo, de mucho más interés resulta el efecto general sobre la estructura de gobierno corporativo, sobre todo porque los autores de este estudio quisieran saber por qué el modelo a seguir, aquél al que las empresas parecen acercarse, es el de los grandes bancos españoles que no están precisamente exentos, en su reciente historia, de “manchas en el expediente de su gobernanza”. Por ahí desearían los autores poder encaminar sus próximos trabajos de investigación.

### **Bibliografía**

- AGUILERA, R. V. (1998), “Directorship Interlocks in Comparative Perspective: the Case of Spain”, *European Sociological Review*, vol. 14, nº 4, pp. 319-342.
- BILBAO CALABUIG, P. (2003), “Prácticas de buen gobierno y eficiencia empresarial: un modelo de gobierno corporativo para las empresas del Ibex 35”, *Tesis Doctoral - Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales - Universidad Pontificia Comillas*, Madrid, 8 de octubre.
- \_\_\_\_\_ (2004), *El modelo de gobierno corporativo de las empresas del ibex 35: cumplimiento del código Olivencia*, CNMV - Dirección de Estudios y Estadísticas - Monografías nº 7, Madrid.
- BILBAO CALABUIG, P. y RODRÍGUEZ CARRASCO, J. M. (2006), “Corporate Governance, Culture and Law: the State of the Art”, *12<sup>th</sup> International Forum of the International Association of Jesuit Business Schools*, Beirut, 15-20 de julio.

- CARTER, C. B. y LORSCH, J. W. (2005), *Volver al principio: redefinición del gobierno corporativo*, Madrid: LID Editorial Empresarial.
- CUENCA TADEO, J. L. (2002), “Escalamiento óptimo y fiabilidad”, *Notas de clase del Módulo de MDS del Master en Sistemas de Información e Investigación de Mercados*, ESIC, Madrid, febrero.
- DICODI (1996), *Anuario de sociedades, consejeros y directivos. Octubre 1996*, DICODI, S.A., 35ª edición, Madrid.
- \_\_\_\_\_ (2001), *Anuario de principales sociedades españolas 2001-2002*, DICODI, S.A., 40ª edición, Madrid.
- ESPAÑA. COMISIÓN ESPECIAL PARA EL ESTUDIO DE UN CÓDIGO ÉTICO DE LOS CONSEJOS DE ADMINISTRACIÓN DE LAS SOCIEDADES (1998), “El gobierno de las sociedades cotizadas”, Madrid, 26 de febrero.
- ESPAÑA. COMISIÓN ESPECIAL PARA EL FOMENTO DE LA TRANSPARENCIA Y LA SEGURIDAD EN LOS MERCADOS FINANCIEROS Y LAS SOCIEDADES COTIZADAS (2003), “Informe de la comisión especial para el fomento de la transparencia y la seguridad en los mercados y en las sociedades cotizadas”, Madrid, 8 de enero.
- ESPAÑA. COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (1996a), *Auditorías de sociedades emisoras 1995*, CNMV, edición electrónica en disco compacto, Madrid.
- \_\_\_\_\_ (1996b), *Informe Anual 1995*, CNMV, Madrid.
- \_\_\_\_\_ (1996c), *Participaciones significativas en sociedades cotizadas, posiciones al final del 2º semestre de 1995*, CNMV, edición electrónica en disquete, Madrid.
- \_\_\_\_\_ (2001a), *Auditorías de sociedades emisoras 2000*, CNMV, edición electrónica en disco compacto, Madrid.
- \_\_\_\_\_ (2001b), *Memoria 2000*, CNMV, Madrid.
- \_\_\_\_\_ (2001c), *Participaciones significativas en sociedades cotizadas, posiciones al final del 2º semestre de 2000*, CNMV, edición electrónica en disquete, Madrid.
- \_\_\_\_\_ (2006), “Informe anual de Gobierno Corporativo de las compañías del Ibex-35”, CNMV - [www.cnmv.es](http://www.cnmv.es), fecha de consulta: 27-octubre-2006.
- ESPAÑA. GRUPO ESPECIAL DE TRABAJO SOBRE BUEN GOBIERNO DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS (2006), “Informe del grupo especial de trabajo sobre buen gobierno de las sociedades cotizadas”, Madrid, 19 de mayo.
- FERNÁNDEZ RODRÍGUEZ, E. y GÓMEZ ANSÓN, S. (2003), “La experiencia del código Olivencia: cumplimiento y repercusiones a largo plazo”, *XIII Congreso ACEDE, Asociación Científica de Economía y Dirección de Empresas*, Salamanca, septiembre.

- GANDÍA CABEDO, J. L. y ANDRÉS PÉREZ, T. (2005), *e-Gobierno Corporativo y transparencia informativa en las sociedades cotizadas españolas: un estudio empírico*, CNMV - Dirección de Estudios y Estadísticas - Monografías nº 8, Madrid.
- GARCÍA OSMA, B. y GILL DE ALBORNOZ NOGUER, B. (2004), “El gobierno corporativo en las empresas españolas cotizadas: el cumplimiento de las recomendaciones del código Olivencia”, *Revista Valenciana de Economía y Hacienda*, 10: 127-157.
- LORSCH, J. (2006), “Rising CEO Pay: What Directors Should Do”, *Harvard Business School: Working Knowledge for Business Leaders*, edición electrónica en: <http://hbsworkingknowledge.hbs.edu>, fecha de consulta: 19 de septiembre de 2006.
- PERALTA, M. J. y otros (2000), *Tipología socioeconómica de las regiones europeas. Comparativa estadística*, Madrid: Consejería de Hacienda – Instituto de Estadística de la Comunidad de Madrid.

**Referencias en internet:**

Comisión Nacional del Mercado de Valores  
[www.cnmv.es](http://www.cnmv.es)

European Corporate Governance Institute  
[www.ecgi.org](http://www.ecgi.org)

Sociedad de Bolsas, S. A. (grupo Bolsas y Mercados Españoles)  
[www.sbolsas.es](http://www.sbolsas.es)

Working Knowledge for Business Leaders  
(Harvard Business School) <http://hbsworkingknowledge.hbs.edu>