

¿Crean mayor rentabilidad para sus accionistas las empresas con mejores prácticas de gobierno corporativo? La experiencia de las empresas españolas del Ibex-35

Santiago Chivite Fernández

Escuela Técnica Superior de Ingenieros Industriales de la Universidad Politécnica de Madrid
Madrid, España, santiago.chivite@yahoo.es

Carlos Rodríguez Monroy

Escuela Técnica Superior de Ingenieros Industriales de la Universidad Politécnica de Madrid
Madrid, España, crmonroy@etsii.upm.es

RESUMEN

El objetivo de la presente ponencia es conocer si el mejor cumplimiento de los códigos de gobierno corporativo se traduce en una rentabilidad extra para los accionistas. Para ello, se analiza la situación de las compañías españolas cotizadas entre 1998 y 2007. En primer lugar, se describe brevemente la historia del gobierno corporativo español en sus primeros diez años (1998-2007). A continuación, se eligen las veinte compañías que pertenecieron al índice Ibex-35 (índice que agrupa a los 35 valores más líquidos del sistema bursátil español), se calculan sus índices anuales de gobierno corporativo (a partir de los informes anuales publicados en cada uno de los diez ejercicios transcurridos entre 1998 y 2007) y, finalmente, se compara dicho índice con la rentabilidad que estas empresas crearon para sus accionistas, para concluir si aquellas que alcanzan mejores índices de gobierno corporativo fueron las que crearon una mayor rentabilidad para sus accionistas.

Palabras claves: gobierno corporativo, Ibex-35, accionistas, España

ABSTRACT

The objective of this paper is to investigate if higher compliance of codes of corporate governance implies some extra shareholder value. To get that, we analyze a group of spanished listed companies between 1998 & 2007. First of all, we describe shortly the evolution of Spanish corporate governance in their first ten years (1998-2007). After, we select the twenty companies that belonged to Ibex-35 index (composed by 35 most liquid listed companies of Spanish Stock Exchange) at least 75% of period analyzed (from 1998 to 2007) to calculate their annual index of corporate governance (from the annual report about this material of every company). Finally, we compare that index with the annual shareholder value creation, concluding that those companies with higher index of corporate governance created more shareholder value, at less in the short time.

Keywords: corporate governance, Ibex-35, shareholders, Spain

1. PLANTEAMIENTO

El debate internacional sobre la utilidad del *corporate governance* o gobierno corporativo está más abierto que nunca. La crisis financiera ha desatado una ola de escepticismo sobre si las empresas (especialmente en el sector financiero) disponían de mecanismos de control adecuados de sus políticas de riesgo, lo que es uno de los pilares del gobierno corporativo. En cualquier caso, y antes de que se produzca una probable nueva reforma internacional de dichas reglas, cabe preguntarse si, ya que no sirvieron para poner freno al excesivo riesgo asumido, al menos los códigos de gobierno corporativo dotan a los consejos de administración de mecanismos con los que tomar mejores decisiones (más imparciales y objetivas) en su gestión diaria y, por tanto, si sirven para crear mayor rentabilidad para sus accionistas.

Para ello, analizaremos el caso español, donde recientemente se han cumplido los diez primeros años de la existencia de códigos de gobierno corporativo en las sociedades cotizadas. Empezaremos haciendo un breve resumen inicial de estos diez años, para, posteriormente, analizar el índice de gobierno corporativo de las 20 compañías que pertenecieron al Ibex-35 (índice que agrupa los valores más líquidos del sistema bursátil español) en el periodo 1998 a 2007. Finalmente, compararemos si inversiones en carteras con mejores índices de gobierno corporativo crearon mayor rentabilidad para sus accionistas, en distintos horizontes temporales.

2. BREVE RESUMEN DEL GOBIERNO CORPORATIVO ESPAÑOL

A finales de la década de los 90 estallaron diversos escándalos corporativos a nivel internacional (quizás el más conocido fue el caso Enron), que pusieron de manifiesto el problema de agencia existente entre los administradores de las sociedades cotizadas y los accionistas, verdaderos propietarios de las empresas. Si bien dicho problema ya había sido tratado por Berle y Means (1932), Jensen y Meckling (1976), Fama (1980), Schleifer y Vishny (1986), entre otros, no sería hasta la aparición de estos escándalos cuando las autoridades de los distintos mercados se aplicaron a la tarea de reformar el *corporate governance* o gobierno de las empresas.

La primera gran iniciativa de reforma internacional del gobierno corporativo se produce en el Reino Unido, con la publicación del código Cadbury (1992), auspiciado tanto por la Bolsa de Londres como por el Financial Reporting Council. Dicho código tuvo una influencia decisiva en los desarrollos posteriores en esta materia en toda Europa y Estados Unidos, entre los cuales hay que destacar los principios de la OCDE para el gobierno de las sociedades (1999), la ley Sarbanes-Oxley de Estados Unidos (2002) o el informe Winter para la modernización del derecho de sociedades en la Unión Europea (2003), entre otros.

En medio de esta avalancha de iniciativas internacionales sobre gobierno corporativo, en España se creó la comisión Olivencia (1997), con el objetivo de redactar el primer código en esta materia, conocido como código Olivencia (1998), un catálogo de 22 recomendaciones sobre la estructura y funcionamiento de los consejos de administración de las sociedades cotizadas.

En los cinco ejercicios en que estuvo en vigor el código Olivencia (1998 a 2002) “nadie se opuso frontalmente a la iniciativa, pero muy pocas empresas interiorizaron las recomendaciones y reformaron en profundidad su régimen de gobierno” (Fernández-Armesto, 2002). En su mayor parte se limitaron a declarar algún consejero como independiente (utilizando sus propios criterios de lo que consideraban consejero independiente, sin ceñirse a lo recogido en Olivencia), a crear la comisión de auditoría (en algunos casos), y a aprobar un reglamento del consejo (del que, aunque parezca extraño, muchas de ellas aún no estaban dotadas). Por ello, el código Olivencia pasó a la historia como un primer intento de abordar la reforma del gobierno corporativo en España, equilibrado y razonable en la mayor parte de su contenido, que únicamente fue ignorado por la mayoría de sociedades cotizadas.

Una vez que se constató desde los organismos españoles reguladores (fundamentalmente, la Comisión Nacional de Mercado de Valores, CNMV) el agotamiento del impulso del gobierno corporativo español propiciado por el código Olivencia, el hoy ex director del Fondo Monetario Internacional y entonces ministro de economía, Rodrigo

Rato, decidió constituir una comisión para la transparencia y seguridad de los mercados financieros y sociedades cotizadas”, con el triple cometido de informar sobre el grado de observancia del código Olivencia, dar una mayor protección a los inversores y aumentar la transparencia informativa, y se encargó su presidencia a Enrique de Aldama, por entonces vicepresidente de la Confederación Española de Organizaciones Empresariales (CEOE) y consejero de la compañía Repsol YPF, por lo que se conoció como comisión Aldama.

Las principales contribución del informe Aldama fue recoger la conveniencia de crear un soporte normativo adicional en ciertos aspectos del gobierno corporativo. Como consecuencia de ello, el 17 de julio de 2003 se publicó la conocida como ley de transparencia: “Ley 26/2003, de 17 de julio, por la que se modifican la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, y el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, con el fin de reforzar la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas”, que definió como obligatoria la publicación de un informe anual de gobierno corporativo por parte de todas las sociedades cotizadas españolas.

Complementando el desarrollo de dicha Ley 26/2003, se dictó la orden ECO/3722/2003, de 26 de diciembre, que daba a la CNMV la potestad de fijar el contenido del informe anual de gobierno corporativo. Posteriormente, la Circular 1/2004 de la CNMV, de 17 de marzo, precisó el alcance de todas y cada una de las recomendaciones cuyo cumplimiento o incumplimiento tendrían que reportar las empresas a partir de entonces. Dicho código (también conocido como código Aldama) estaba formado por cinco bloques de recomendaciones:

- estructura de la propiedad (A.1 a A.10)
- consejo (B.1.1 a B.1.34) y comisiones (B.2.1 a B.2.8)
- operaciones vinculadas (C.1 a C.5)
- mecanismos de control del riesgo (D.1 a D.5)
- junta general (E.1 a E.12)

En consecuencia, si durante la vigencia del código Olivencia (1998-2002) muchas empresas optaron por no publicar informe anual sobre esta materia, a partir de la ley de transparencia (2003) esto ya no era posible, y se generalizó la publicación del informe anual de gobierno corporativo. Por tanto, es posible concluir que, gracias a la ley de transparencia y al contenido del código Aldama, entre 2003 y 2006 se produjo en nuestro país una reforma del gobierno corporativo, con limitaciones en ciertas áreas, pero que supuso un importante salto de calidad en las buenas prácticas corporativas de las sociedades cotizadas españolas.

En julio de 2005, el gobierno español, por iniciativa del entonces ministro de economía, Pedro Solbes, tomó la decisión de crear un “Grupo especial de trabajo” sobre gobierno corporativo con un doble propósito: incorporar las recomendaciones de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) y otras iniciativas internacionales (informe Smith de Reino Unido, las directivas de la Comisión Europea, el informe Winter, etc.) y armonizar las recomendaciones de Olivencia y Aldama en un único código de gobierno corporativo, y su presidencia se encargó al entonces presidente de la CNMV, Manuel Conthe.

Así, en mayo de 2006 vio la luz el código unificado de gobierno corporativo (CUGC), formado por 58 recomendaciones sobre las tres áreas principales del gobierno corporativo: los estatutos y la junta general (6 recomendaciones), el consejo de administración y los consejeros (35 recomendaciones) y las comisiones del consejo (17 recomendaciones), que resultó un código notablemente más exigente que sus predecesores Olivencia y Aldama en ciertas materias:

- la diversidad de género en el consejo

- la proporción entre dominicales e independientes
- la definición estricta de la calificación de consejero independiente
- el equilibrio de poder del presidente ejecutivo
- la evaluación mínima anual del consejo
- la dedicación de los consejeros
- la permanencia máxima de los consejeros independientes por un máximo de 12 años
- la dimisión de los consejeros por causas que afecten a la reputación de la sociedad
- la transparencia en las retribuciones de los consejeros
- la existencia y funciones de las comisiones

Transcurridos los diez primeros años de historia del gobierno corporativo español, lo cierto es que, en palabras del profesor Paz Ares, único ponente que formó parte de las tres comisiones: “las compañías van dándose cuenta de que el buen gobierno sale a cuenta, que es un factor estratégico necesario para añadir valor a una compañía, y comienzan a tomárselo en serio. Pero no nos engañemos, la convicción nace del bolsillo, cuando los distintos agentes se dan cuenta de que las empresas mejor gobernadas tienen una mayor valoración bursátil” (Arce, 2006). Precisamente a tratar de demostrar si existe relación entre tener un mejor gobierno corporativo y dar una mayor rentabilidad para los accionistas dedicaremos el resto del presente paper.

3. GOBIERNO CORPORATIVO EN LAS EMPRESAS COTIZADAS ESPAÑOLAS ENTRE 1998 Y 2007

Para conocer el estado del gobierno corporativo español en este periodo, seleccionamos las veinte empresas que pertenecieron al Ibex 35 (índice que agrupa a los 35 valores más líquidos del Sistema de Interconexión Bursátil de las cuatro Bolsas Españolas) al menos el 75% del periodo entre 01.01.98 y 31.12.07:

Tabla 1. Empresas que pertenecieron al
Ibex 35 más del 75% del periodo 1998-07

			Meses	
			Σ	%
1	ACX	Acerinox	120	100%
2	ABE	Autopistas (ACE) - Abertis	120	100%
3	BBV	BBVA	120	100%
4	POP	Banco Popular	120	100%
5	SAN	Banco Santander	120	100%
6	BKT	Bankinter	120	100%
7	ELE	Endesa	120	100%
8	FCC	FCC	120	100%
9	GAS	Gas Natural	120	100%
10	IBE	Iberdrola	120	100%
11	REP	Repsol	120	100%
12	TEF	Telefónica	120	100%
13	UNF	Unión Fenosa	120	100%
14	ACS	ACS	117	98%
15	ANA	Acciona	108	90%
16	FER	Ferrovial	102	85%
17	IDR	Indra Sistemas	102	85%
18	NHH	NH Hoteles	101	84%
19	SGC	Sogecable	96	80%
20	SYV	Sacyr Vallehermoso	90	75%

Fuente: Bolsas y Mercados Españoles

Para estas empresas, calificaremos sus prácticas de gobierno corporativo en función del cumplimiento de los códigos vigentes en cada momento: código Olivencia (1998-2002), código Aldama (2003-2006) y código unificado de gobierno corporativo (2007). Así, puntuaremos con un “1” cuando una recomendación de dicho código se haya cumplido y se justifique su cumplimiento, con un “0,5” si el cumplimiento es parcial o la justificación no es lo suficientemente completa, y con un “0” si no se cumple la recomendación o cuando la justificación de su cumplimiento es muy insuficiente. La información sobre dicho cumplimiento se obtiene de los informes anuales de gobierno corporativo (que, como hemos dicho, se generalizaron a partir del ejercicio 2003), y, para el periodo 1998-2002, en caso de no existir dichos informes anuales, de la información recogida tanto en las memorias de las empresas como en los informes anuales sobre los consejos de administración en España, publicados por la consultora internacional Spencer Stuart desde 1997.

A continuación, reflejamos el índice anual de gobierno corporativo de cada una de las compañías, en una escala entre 0 y 10 puntos (Indra, Ferrovial y Sogecable no se puntúan en 1998, puesto que no empezaron a cotizar hasta el ejercicio 1999), y obtenemos la siguiente tabla:

Tabla 2. Índice anual de gobierno corporativo (0-10 puntos)

	Olivencia					Aldama				CUGC	Promedio
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	1998-07
IDR	-	9,1	9,3	9,3	9,3	9,0	9,1	9,3	9,2	9,6	9,2
ELE	8,2	8,9	9,1	8,9	8,6	9,1	9,4	9,6	9,6	8,1	8,9
FER	-	8,0	8,2	8,4	7,5	8,2	8,3	8,2	8,1	8,8	8,2
UNF	3,2	8,2	8,2	8,6	9,0	9,1	9,0	9,0	9,2	6,9	8,1
REP	3,2	7,0	7,3	6,8	7,7	8,0	9,1	9,0	9,0	8,1	7,5
SYV	2,3	2,5	7,7	8,4	8,4	9,4	9,4	9,4	9,4	8,3	7,5
TEF	1,1	7,5	7,7	8,2	7,7	7,5	8,6	8,5	8,9	8,8	7,5
BBV	3,0	7,0	6,8	5,0	6,8	7,5	9,3	9,0	9,0	9,0	7,3
SAN	2,3	6,8	7,3	6,4	6,4	8,5	8,6	8,8	8,7	8,3	7,2
BKT	3,2	5,5	6,6	5,5	7,3	8,4	8,7	8,8	9,0	9,0	7,2
POP	3,2	6,1	6,8	7,0	7,0	6,1	8,8	8,5	8,3	8,4	7,0
ANA	3,2	3,4	6,4	8,6	5,9	5,9	8,8	8,5	8,6	8,9	6,8
IBE	5,2	5,2	5,5	5,5	6,4	6,1	8,8	8,8	8,9	7,9	6,8
ACX	2,7	5,9	5,5	5,2	4,8	8,6	8,5	8,7	8,8	7,5	6,6
SGC	-	4,3	4,8	5,5	5,9	4,8	7,3	7,3	7,3	7,5	6,1
NHH	2,5	2,3	4,1	4,1	5,5	7,5	9,0	9,0	8,8	7,5	6,0
GAS	1,4	2,3	2,3	2,3	2,3	7,0	8,8	8,8	9,0	8,4	5,2
ABE	0,0	0,0	0,0	3,6	4,1	8,1	8,1	8,6	9,0	7,9	4,9
FCC	0,0	1,4	3,9	2,7	2,7	7,3	8,0	7,9	7,8	7,7	4,9
ACS	0,0	0,0	1,8	1,8	1,8	8,0	8,0	8,2	8,3	6,3	4,4
	2,6	5,1	6,0	6,1	6,3	7,7	8,7	8,7	8,7	8,1	6,9

- 0,0 = informe anual según Olivencia no disponible
- 0,0 = informe 2003 reportado según Olivencia y no Aldama
- 0,0 = calificación supuesta igual a la del año anterior

Fuente: informes anuales de gobierno corporativo e informes anuales de las compañías del Ibex 35, informes anuales de Spencer Stuart y elaboración propia

Así, entre 1998 y 2001 hay tres grupos de compañías:

- las seis empresas que decidieron ignorar las recomendaciones sobre gobierno corporativo incluidas en el código Olivencia, y únicamente dedicaron algunas páginas de su memoria anual a reportar el funcionamiento de sus consejos de administración (Abertis, ACS, Acciona hasta 2000, FCC, Gas Natural y NH Hoteles)
- las cuatro sociedades que optaron por publicar un informe anual de gobierno corporativo según Olivencia, pero que incumplían la mayor parte de sus recomendaciones (Sogecable, Acerinox, BBVA e Iberdrola)
- las diez restantes, que con mayor (Endesa o Ferrovial) o menor (Bankinter o Banco Popular) éxito trataron de adaptarse a la mayoría de las recomendaciones de Olivencia

En 2002 y 2003 se produjo un periodo de transición de los informes anuales elaborados según el modelo de Olivencia al modelo según Aldama. Por ello, en estos dos años muchas empresas obtuvieron valores anormalmente altos o bajos en sus calificaciones

- entre 2004 y 2006, las compañías se acostumbraron a publicar un informe anual de gobierno corporativo según el modelo de Aldama, y la mayoría de ellas realizó modificaciones y adaptaciones de sus estructuras de gobierno a las recomendaciones del código Aldama. Por ello, incrementaron el valor medio de sus calificaciones desde un 7,7 (2003) hasta un 8,7 (en 2004, 2005 y 2006)
- finalmente, en 2007, con la primera aplicación del código unificado de gobierno corporativo, se incrementó la exigencia en materia de gobierno corporativo y el valor promedio de las veinte sociedades analizadas pasó de un 8,7 (2006) a un 8,1 (2007). Habrá que ver en los próximos años si esta mayor exigencia se ve acompañada de un esfuerzo por adaptar las estructuras de gobierno a los nuevos retos planteados

4. RELACIÓN ENTRE GOBIERNO CORPORATIVO Y RENTABILIDAD PARA LOS ACCIONISTAS EN LAS EMPRESAS COTIZADAS ESPAÑOLAS

Se define como rentabilidad para el accionista (expresada como un porcentaje) al aumento del valor para los accionistas en un año, dividido por la capitalización bursátil al principio del año:

Aumento del valor para los accionistas =

Aumento de la capitalización de las acciones

+ Dividendos pagados en el año

+ Otros pagos al accionista (reducciones de nominal, amortización de acciones, etc.)

- Desembolsos por ampliaciones de capital



- Conversión de obligaciones convertibles

Si reflejamos en una tabla la rentabilidad anual para el accionista de las veinte compañías analizadas entre 1998 y 2007, a partir de los análisis del profesor Pablo Fernández, docente de la Escuela de Negocios española IESE Business School y titular de la cátedra PriceWaterhouseCoopers de dicho centro (ver Fernández y Bermejo, 2008), obtenemos la Tabla 3:

Tabla 3. Rentabilidad anual para el accionista 1998-2007 (en %)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Promedio
ABE	24%	-26%	5%	31%	5%	20%	46%	41%	13%	5%	16%
ACS	53%	-28%	8%	11%	14%	28%	32%	65%	60%	-3%	24%
ACX	-24%	104%	-16%	19%	4%	10%	29%	6%	90%	-26%	20%
ANA	182%	-19%	-30%	6%	-3%	26%	38%	48%	52%	56%	36%
BBV	36%	7%	14%	-11%	-32%	24%	23%	19%	24%	-5%	10%
BKT	23%	62%	-26%	-8%	-26%	42%	24%	22%	30%	7%	15%
ELE	42%	-11%	-6%	0%	-34%	43%	18%	33%	75%	5%	17%
FCC	-36%	1%	17%	-6%	39%	25%	39%	65%	-32%	-32%	8%
FER	(*)	-37%	-4%	47%	24%	18%	44%	51%	28%	-34%	15%
GAS	97%	-26%	-14%	-2%	-2%	5%	26%	7%	31%	36%	16%
IBE	36%	-12%	0%	13%	-6%	22%	24%	28%	48%	29%	18%
IDR	122%	41%	8%	-5%	-31%	58%	25%	35%	15%	3%	27%
NHH	153%	-10%	19%	-15%	-27%	11%	10%	38%	15%	-18%	18%
POP	3%	3%	17%	2%	9%	25%	6%	9%	37%	-13%	10%
REP	19%	55%	-25%	-2%	-22%	25%	26%	31%	8%	-5%	11%
SAN	14%	34%	3%	-16%	-28%	49%	0%	26%	31%	8%	12%
SGC	(*)	170%	-67%	24%	-67%	224%	18%	5%	-20%	1%	32%
SYV	31%	-42%	-5%	11%	46%	26%	6%	79%	130%	-40%	24%
TEF	54%	104%	-29%	-11%	-41%	47%	23%	-1%	31%	42%	22%
UNF	72%	20%	15%	-5%	-29%	23%	34%	66%	22%	26%	24%
	50%	19%	-6%	4%	-10%	38%	25%	34%	34%	2%	19%

(*) ambas empresas empezaron a cotizar en la Bolsa de Madrid durante 1999

 = máxima rentabilidad para el accionista acumulada en 1998-2007
 = mínima rentabilidad para el accionista acumulada en 1998-2007

Fuente: Fernández y Bermejo, 2008

El siguiente paso es relacionar las dos variables objeto de estudio (gobierno corporativo y rentabilidad para el accionista), y lo haremos comparando seis portfolios de inversión:

- Tres carteras UP, formadas por empresas con los mejores gobierno corporativos: las tres, cinco y diez empresas con mejor gobierno corporativo (a estas carteras las denominaremos, respectivamente, TOP3 UP, TOP5 UP y TOP10 UP)
- Tres carteras DOWN, de empresas con peor gobierno corporativo: las formadas por los tres, cinco y diez peores gobiernos corporativos (respectivamente, TOP3 DOWN, TOP5 DOWN y TOP10 DOWN)

Esta comparativa se realizará en distintos periodos temporales:

- 2006-07, 2005-07, 2004-07, 2003-07, 2002-07, 2001-07, 2000-07, 1999-07 y 1998-07

Así, en la Tabla 4 recogemos la rentabilidad extra total (ΔRA total, en %) y anual obtenida (ΔRA anual, en %/año) por invertir en las carteras UP (con mayores índices de gobierno corporativo) frente a invertir en empresas DOWN (con peores valores del índice anual):

Tabla 4. Rentabilidad extra para el accionista (en %)

	Δ RA total (%)			Δ RA anual (% /año)		
	TOP3	TOP5	TOP10	TOP3	TOP5	TOP10
2006-07	33%	42%	34%	17%	21%	17%
2005-07	32%	42%	26%	11%	14%	9%
2004-07	62%	29%	36%	16%	7%	9%
2003-07	12%	6%	4%	2%	1%	1%
2002-07	11%	8%	-10%	2%	1%	-2%
2001-07	3%	-5%	-19%	0%	-1%	-3%
2000-07	26%	2%	-18%	3%	0%	-2%
1999-07	0%	-9%	-10%	0%	-1%	-1%
1998-07	29%	22%	-18%	3%	2%	-2%
Media	23%	15%	3%	6%	5%	3%

Fuente: elaboración propia

Por lo tanto, a partir de la información contenida en la Tabla 4, se puede derivar que:

- en el corto plazo (es decir, en los últimos ejercicios, periodo 2004-07) se comprueba que una cartera de inversión formada por empresas con mejores prácticas de gobierno corporativo dieron mayor rentabilidad para sus accionistas que otra cartera formada por empresas con peores prácticas de gobierno corporativo. La diferencia osciló entre el 7% de rentabilidad extra anual del periodo 2004-07 para el TOP5 del gobierno corporativo y el 21% del periodo 2006-07 en la misma cartera de inversión. Por lo tanto, desde la publicación de la ley de transparencia (2003), el buen gobierno corporativo español fue claramente rentable para los accionistas, hasta el ejercicio 2007
- en el medio y largo plazo (ejercicio 2003 y anteriores), este efecto se diluye y llega incluso a ser negativo. El principal motivo es el hecho de que, con anterioridad a 2003, el índice anual de gobierno corporativo se construye teniendo en cuenta la escasa información obtenida de las memorias anuales y otras fuentes indirectas, y no del informe anual de gobierno corporativo según el código Olivencia, que muchas sociedades no publicaban por entonces

5. CONCLUSIONES

A partir de los resultados numéricos obtenidos en los epígrafes anteriores, podemos concluir que, al menos en el corto-medio plazo, coincidiendo con la implantación de la ley de transparencia en España (2003) hay una rentabilidad extra significativa (del 10% al 18% anual) en las inversiones en compañías con mejores prácticas de gobierno corporativo frente a las que peor gobierno corporativo tienen. Este relevante resultado se alinea con dos conocidos estudios internacionales, realizados para empresas norteamericanas (Gompers, 2003) y europeas (Bauer, 2003):

- Gompers (2003), que analizó una muestra mucho mayor (el 93% de la capitalización de los principales índices bursátiles norteamericanos: New York Stock Exchange o NYSE, AMEX y NASDAQ) entre enero del 90 y diciembre del 99, y concluyó que las mejores prácticas de gobierno corporativo producían un 9% más de rentabilidad frente a las peores prácticas
- Bauer (2004) realizó un análisis de las 300 empresas del índice bursátil europeo FTSE Eurotop Index entre 1997 y 2002, y concluyó que la rentabilidad extra era de un 3% más en las empresas con mejores prácticas frente a carteras con peores prácticas de gobierno corporativo

En cuanto a los resultados a más largo plazo (ejercicios anteriores a 2004), el nivel de información disponible para establecer el índice anual de gobierno corporativo entre 1998 y 2003 es tan escaso que no permite llegar a conclusiones relevantes.

6. CITAS Y REFERENCIAS

- ARCE, JAVIER (2006). Entrevista a Cándido Paz-Ares. Revista Consejeros nº 10, octubre de 2006, pp. 22 a 27.
- BAUER et al. (2004). Empirical evidence on corporate governance in Europe. Journal of Asset Management, vol. 5 nº 2, September 2004, pp. 91 a 104.
- BERLE, A.A. y MEANS, G.C. (1932). The modern corporation and private property. Transaction Publishers, New Brunswick, New Jersey, 1932.
- FAMA, F. F. (1980). Agency problems and the theory of the firm. Journal of Political Economy, vol.88 nº 2, pp. 288 a 307.
- FERNÁNDEZ, P. y BERMEJO, V. (2008). Rentabilidad y creación de valor en el Ibex-35: 1992-2007. Documento de Investigación nº 725, IESE Business School, enero de 2008, pp. 1 a 22.
- FERNANDEZ-ARMESTO, JUAN (2002). Criterios de buen gobierno. Colegio de Economistas de Madrid nº 93, noviembre de 2002, pp. 48 a 53.
- GOMPERS et al. (2003). Corporate governance and equity prices. Quarterly Journal of Economics 118, February 2003, pp. 107 a 155.
- JENSEN, MICHAEL C. y MECKLING, WILLIAM H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. Journal of financial economics, October 1976, vol. 3 nº 4, pp. 305 a 360.
- SHLEIFER, A. y VISHNY, R.W. (1986). Large shareholders and corporate control. Journal of Political Economy, vol.94, nº 3, pp. 461 a 488.
- SPENCER STUART (1998 a 2002). Índice Spencer Stuart sobre los consejos de administración en España.
- VARIOS (1998 a 2007). Informes anuales de gobierno corporativo y memorias anuales de Abertis, Acciona, ACS, Acerinox, BBVA, Bankinter, Endesa, FCC, Ferrovial, Gas Natural, Iberdrola, Indra, NH Hoteles, Banco Popular, Repsol YPF, Banco Santander, Sogecable, Sacyr Vallehermoso, Telefónica y Unión Fenosa.

Autorización y Renuncia

Los autores autorizan a LACCEI para publicar el escrito en los procedimientos de la conferencia. LACCEI o los editores no son responsables ni por el contenido ni por las implicaciones de lo que esta expresado en el escrito

Authorization and Disclaimer

Authors authorize LACCEI to publish the paper in the conference proceedings. Neither LACCEI nor the editors are responsible either for the content or for the implications of what is expressed in the paper.