

# **El modelo de gobierno corporativo de la empresas del ibex 35: cumplimiento del código olivencia**

***Paloma Bilbao Calabuig***





**EL MODELO DE GOBIERNO CORPORATIVO DE LAS  
EMPRESAS DEL Ibex 35: CUMPLIMIENTO DEL CÓDIGO  
OLIVENCIA**

PALOMA BILBAO CALABUIG

Noviembre 2004

Dirección de Estudios  
Comisión Nacional del Mercado de Valores  
Monografías nº 7. 2004

Paloma Bilbao Calabuig es profesora de la Universidad Pontificia de Comillas (ICADE).

Las opiniones expresadas en este documento reflejan exclusivamente la opinión de los autores y no deben ser atribuidas a la Comisión del Mercado de Valores.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores, al publicar esta serie, pretende facilitar la difusión de estudios que contribuyan al mejor conocimiento de los mercados de valores y su regulación.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores difunde la mayoría de sus publicaciones a través de la red INTERNET en la dirección [www.cnmv.es](http://www.cnmv.es).

© CNMV. Se autoriza la reproducción de los contenidos de esta publicación siempre que se mencione su procedencia.

ISBN: 84-87870-42-2

Depósito legal: M-47.668-2004

Imprime: Sociedad Anónima de Fotocomposición  
Talisio, 9. 28027 Madrid

## RESUMEN

El actual debate sobre el gobierno de las empresas gira en torno a cuáles deben ser los mecanismos de control sobre la gestión de las compañías que aseguren el éxito de éstas. Entendiendo el éxito como el cumplimiento de los objetivos empresariales, éste se vincula necesariamente con el concepto de eficiencia. La publicación de los códigos de buen gobierno ha desvelado que los grupos de interés social están viendo que el gobierno de las empresas no está garantizando dicha eficiencia. España no es una excepción.

Las hipótesis planteadas en este trabajo pretenden recoger dicha problemática: plantean la cuestión de si existe un modelo general de gobierno corporativo propio de las empresas españolas, y de si los códigos de buen gobierno que han aparecido en su entorno normativo (concretamente el código Olivencia y el de la OCDE de 1999) están jugando algún papel determinante en este sentido.

Partiendo de un conjunto de empresas que cotizaron en el Ibex 35 en 1995 y en 2000 – años representativos del antes y después de la publicación del código Olivencia –, se han estudiado una multitud de variables relacionadas con los dos principales mecanismos de control sobre la dirección de la empresa, así como un conjunto representativo de variables que tradicionalmente miden la eficiencia empresarial. El tratamiento estadístico de estas variables sobre este conjunto de empresas ha permitido confirmar el cumplimiento de las hipótesis planteadas, llegándose a la conclusión de que existe ciertamente un modelo de gobierno corporativo propio y característico de estas empresas. Igualmente, ha sido posible concluir que la aparición de los códigos de buen gobierno ha provocado un impacto muy leve sobre las empresas estudiadas: se han acercado unas a otras en cuanto a sus comportamientos de gobierno corporativo, pero sin llegar a cumplir plenamente las recomendaciones que dichos códigos proponen.



# ÍNDICE

## **1. INTRODUCCIÓN**

- 1.1. El abuso de control en el gobierno corporativo
- 1.2. Algunas teorías básicas
- 1.3. Objetivos, alcance y metodología de la investigación

## **2. LA PROPIEDAD DE LA EMPRESA**

- 2.1. La dispersión de la propiedad
- 2.2. Los tipos de propietarios
- 2.3. La propiedad como mecanismo de control

## **3. EL MODELO DE GOBIERNO CORPORATIVO DE LAS EMPRESAS DEL IBEX 35: CUMPLIMIENTO DEL CÓDIGO OLIVENCIA**

- 3.1. Empresas estudiadas, variables y metodología estadística
- 3.2. Resultados
- 3.3. Cumplimiento de las hipótesis

## **4. CONCLUSIONES**

## **5. BIBLIOGRAFÍA**

## **ANEXOS**

# ÍNDICE DE CUADROS

- Cuadro 1. Dispersión de la propiedad y poder de los grupos de interés de la empresa. Diferencias nacionales
- Cuadro 2. Naturaleza, origen y peso específico de las variables del estudio empírico
- Cuadro 3. Modelos MDS obtenidos para cada escenario estudiado
- Cuadro 4. Resultados del MDS aplicado al modelo general





# 1. Introducción<sup>1</sup>

## 1.1. El abuso de control en el gobierno corporativo

El avance tecnológico ha favorecido el desarrollo de la idea de que la eficiencia empresarial en las maduras industrias occidentales se produce en organizaciones económicas de gran tamaño: por un lado, buscan conseguir ventajas frente a sus competidores basadas en menores costes; por otro lado, las estrategias de crecimiento, en todas sus formas, tienden cada vez más a considerarse como auténticas herramientas de supervivencia frente a los competidores. Los atractivos de la diversificación del riesgo hacen que la financiación de estas organizaciones a través de la oferta pública de sus títulos valores sea relativamente eficiente. Una consecuencia de esta eficiencia relativa es que los grandes propietarios<sup>2</sup> tienden a desaparecer. Cuando esto ocurre, su lugar es entonces ocupado por los pequeños propietarios, con carteras de inversión diversificadas, que sufren por lo tanto de incapacidad operativa en la empresa. Estos inversores diversificados, que poseen una pequeña participación en la propiedad de cada una de las empresas en las que invierten, tienden a desatender, en términos de tiempo y dinero, el seguimiento y la supervisión del trabajo de los directivos, el control de las actividades o el cambio en las estrategias de las empresas en las que invierten.

De esta manera, la visión tradicional entiende que el gobierno corporativo y su instrumento central, el consejo de administración, son "prisioneros" de los directivos de la empresa. La alta dirección controla la empresa, sus flujos financieros, nombra a los consejeros que representan a los accionistas y gasta fondos de la propia empresa para promover estos nombramientos. Y esto ha hecho que, durante mucho tiempo, los consejos de administración fueran vistos como grupos pasivos, muy simbólicos, cuya actividad residual se limitaba, simplemente, a preparar a la empresa para afrontar posibles desastres imprevistos, y a aprobar los planes que presentaban los altos ejecutivos de la compañía.

Sin embargo, en las últimas décadas, se han producido serios esfuerzos, en la mayoría de países occidentales, por estructurar el gobierno corporativo de manera que se promueva un mejor control de la eficiencia de la dirección de la empresa por parte del consejo de administración, y para instar a los consejeros a comprometerse más con esta tarea, es decir, a ser "planificadores" y "controladores" activos. Estos esfuerzos, que parecen haber surtido efecto (ALLEN, 1998), podrían resumirse en los tres siguientes: cambios en el entorno legal de las sociedades anónimas, cambios en la estructura de la propiedad de las sociedades anónimas y cambios en la eficiencia de los consejos de administración.

---

<sup>1</sup> Este trabajo tiene su origen en la tesis doctoral de la autora (BILBAO, 2003), que se presentó en la Universidad Pontificia Comillas de Madrid en octubre de 2003.

<sup>2</sup> Se entiende por "grandes propietarios" aquellos agentes económicos cuya inversión en la organización es lo suficientemente grande y no diversificada como para que deseen y obtengan acceso a información sobre la organización y al propio gobierno de la misma.

En cuanto al entorno legal, los organismos reguladores de los mercados de valores de los países más desarrollados llevan años presionando a las grandes sociedades anónimas para que sus consejeros adopten estas posturas más activas frente al poder de los directivos<sup>3</sup>. En el caso español, objeto de estudio del presente trabajo, el papel de "agente de presión" es ejercido por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante CNMV). Pero el marco legal del caso español que interesa al desarrollo de este trabajo lo configuran el denominado "código Olivencia"<sup>4</sup> y los "Principios de la OCDE para el gobierno de las sociedades". El código de buen gobierno de referencia actualmente en España, el "código Aldama", no forma parte de este marco legal dado que la fecha de su publicación – enero de 2003 – excede a las de este trabajo y, por tanto, no suponía un punto de referencia para las empresas estudiadas a diferencia del código Olivencia.

Por su parte, los cambios en la estructura de la propiedad y en los consejos de administración se discuten a lo largo de este trabajo. En este sentido, cabe notar que muy pocas investigaciones sobre gobierno corporativo han hecho su tarea combinando propiedad, consejo de administración y eficiencia empresarial, tal y como el presente trabajo propone en su parte empírica.

## 1.2. Algunas teorías básicas

Las teorías presentadas a continuación funcionan como premisas básicas que han ayudado a explicar e interpretar la naturaleza, el funcionamiento y la filosofía de gobierno de las empresas en los distintos países del mundo desarrollado.

### 1.2.1. El problema de la relación de agencia

La relación de agencia se asocia con la Teoría de la Agencia que, a su vez, descansa sobre un modelo contractual de entender la realidad empresarial (JENSEN y MECKLING, 1976). Esta teoría analiza los problemas de incentivos y controles derivados de la asimetría informativa que se produce en la relación entre el individuo, llamado principal, que encarga un trabajo y delega responsabilidades para su realización a otro individuo, llamado agente, que asume dichas responsabilidades a cambio del pago de una remuneración por dicho trabajo. Según la teoría, ambos individuos deben llegar a un acuerdo institucional que produzca los mínimos costes de agencia posibles<sup>5</sup>.

---

<sup>3</sup> Como ejemplo se podría citar la *Securities Exchange Commission* de los Estados Unidos que recomienda a los distintos mercados financieros del país a exigir a las empresas participantes en los mismos que cuenten con consejos de administración cuyos comités estén dominados por consejeros externos; o bien la *United States Sentencing Commission* que ofrece incentivos a las empresas para que pongan en marcha programas para detectar violaciones de la ley, para informar rápidamente de dichas violaciones a los organismos públicos pertinentes, y para llevar a cabo rápidas y voluntarias medidas correctivas. Estas recomendaciones crean fuertes incentivos para que los consejeros aseguren, de manera activa, que la empresa posee las estructuras apropiadas para cumplir con la ley.

<sup>4</sup> El título oficial del informe es "El gobierno de las sociedades cotizadas", pero debe su nombre al Sr. D. Manuel Olivencia Ruiz, Presidente de la comisión especial encargada de la elaboración de dicho informe y que fue designada el 24 de marzo de 1997 por el Vicepresidente Segundo de Gobierno y Ministro de Economía y Hacienda de España, Sr. D. Rodrigo Rato.

<sup>5</sup> Estos costes de agencia se clasifican en los siguientes (JENSEN y MECKLING, 1976): costes de supervisión para el principal; costes de garantía para el agente, derivados del control y del compromiso ejercidos de cara a afrontar las responsabilidades asumidas sobre el trabajo encargado; el coste de oportunidad derivado de la decisión de establecer la relación principal/agente frente a una hipotética situación de cooperación empresarial.

En nuestros días, la propiedad y la dirección de las empresas no suele estar en las mismas manos. De hecho, la mayoría de los altos directivos como mucho poseen cantidades simbólicas de acciones de la empresa que dirigen. Los auténticos propietarios, los accionistas, eligen a un consejo de administración para que éste contrate a un equipo de directivos que, a su vez, se encargará de dirigir el día a día de las actividades de la empresa. Los altos directivos son pues "manos contratadas" que posiblemente estén más interesados en su bienestar personal que en el de los accionistas (BERLE y MEANS, 1932). Por ejemplo, puede ocurrir que la dirección de la empresa proponga determinadas estrategias con el objetivo personal de aumentar su poder (y por ende poder demandar una mayor remuneración) o de reducir el riesgo a corto plazo (y así dedicar menos esfuerzos a los problemas de la empresa), y que dichas estrategias resulten en una reducción de los dividendos y/o del valor de mercado de las acciones.

La Teoría de la Agencia, aplicada al gobierno corporativo, se preocupa de analizar e intentar resolver dos problemas que se presentan entre los propietarios (principales) y la alta dirección (agentes): el denominado problema de agencia, que aparece cuando los intereses u objetivos de los propietarios y de la dirección entran en conflicto, o bien cuando lo encomendado a los agentes es costoso para los principales. Y el problema del reparto del riesgo que se produce cuando principales y agentes tienen diferentes actitudes hacia el riesgo, produciéndose aquí también conflicto entre propietarios y alta dirección.

La probabilidad de aparición de estos problemas aumenta cuando la propiedad de la empresa está muy atomizada o cuando el consejo de administración está compuesto por personas que saben poco de la compañía, o son amigos personales de algún alto directivo, o cuando un alto porcentaje de los miembros son consejeros ejecutivos (es decir, también cubren puestos de dirección en la empresa). Por ello, la Teoría de Agencia sugiere que, para alinear mejor los intereses de propietarios y alta dirección, y para incrementar el rendimiento de la empresa, la alta dirección debería participar, de manera significativa, en la propiedad de la empresa o bien tener un elevado interés económico basado en el rendimiento financiero a largo plazo de la misma.

### **1.2.2. Los modelos de gestión de Yoshimori**

Un estudio empírico realizado sobre directivos y ejecutivos de cinco de los países más desarrollados del mundo – Estados Unidos, Reino Unido, Alemania, Francia y Japón – ha permitido identificar tres modelos de gestión empresarial asociados a la cultura propia del país de origen de las empresas sujeto de estudio (YOSHIMORI, 1997):

- El modelo monista, propio de la cultura anglosajona (fundamentalmente Estados Unidos y Reino Unido) propone una filosofía directiva centrada en el accionista.
- El modelo dualista, propio de la cultura alemana y, en menor medida, de la francesa, considera que la gestión de la empresa debe intentar satisfacer con prioridad los intereses tanto de los accionistas como de los trabajadores de la compañía.
- El modelo pluralista, propio de la cultura japonesa, parte de la base de que la empresa pertenece a todos sus grupos de interés social, pero son claramente prioritarios los intereses de los trabajadores. Esto significa que la empresa va a intentar establecer contratos a largo plazo con todos sus grupos de interés, fundamentalmente con sus trabajadores y sus proveedores – bancos, distribui-

dores, subcontratistas, entre otros. Este modelo de gestión se basa en un alto grado de cohesión entre los diferentes grupos de interés social relacionados con la empresa, y, por tanto, pretende definir objetivos que satisfagan a todos ellos de cara a garantizar la supervivencia y prosperidad de la empresa.

A pesar de que Yoshimori, de nacionalidad japonesa, parece inclinar sus preferencias hacia el modelo pluralista propio de su país, también reconoce limitaciones – “defectos” según sus propias palabras – en los mecanismos de control sobre la gestión de la empresa que cada uno de los tres modelos supone. La idea fundamental es que, independientemente del modelo elegido, los mecanismos de control sobre la gestión de la empresa fallan. Y el estudio de Yoshimori ayuda a identificar el origen de esos fallos. Por ello, es importante considerar que los tres diferentes modelos de gestión están determinados por la cultura propia de cada país, que, a su vez, condiciona los objetivos perseguidos por las empresas. Así lo expone Yoshimori. La pugna entre los intereses de los propietarios, de los directivos y de los trabajadores llevará a un estilo de gestión u otro en función de a qué grupo de interés social esté dando prioridad cada cultura: la japonesa es más “social” (prioridad a trabajadores), la anglosajona más “liberal” (prioridad a propietarios) y la centroeuropea más híbrida (prioridad a propiedad y trabajadores). Una vez identificadas las prioridades, será posible entonces establecer la estructura y el funcionamiento de los mecanismos de control sobre la gestión de la compañía, pudiéndose así localizar las limitaciones a los mismos. En cualquier caso, Yoshimori comprende que los mecanismos son los mismos en todas las culturas: lo que cambia es la manera de estructurar y de hacer funcionar a cada uno de ellos.

Estas dos teorías permitirán entender mejor lo expuesto en estas páginas. Sin embargo, antes de proceder a las argumentaciones y discusiones, conviene recordar cuáles han sido los objetivos y la metodología utilizados en la presente investigación.

### **1.3. Objetivos, alcance y metodología de la investigación**

Los objetivos planteados en el presente trabajo pretenden recoger la problemática anterior, y son los siguientes:

- Identificar si existe un modelo general de gobierno corporativo propio de las empresas que forman el índice bursátil español Ibex 35.
- Descubrir si los códigos de buen gobierno que han aparecido en el entorno normativo español están jugando algún papel determinante de cara a dar solución al problema del gobierno corporativo.

El conjunto de empresas con la que se ha trabajado procede únicamente de la bolsa española. Esto no significa que todas las empresas estudiadas son mayoritariamente de propiedad española<sup>6</sup>, pero sí que todas ellas configuran el grueso del movimiento de capitales en la bolsa española al ser miembros del índice bursátil Ibex 35. En este sentido, es lógico que los códigos de buen gobierno considerados en la investigación se ciñan al caso español puesto que serían los de aplicación a las empresas estudiadas.

El marco temporal de este trabajo de investigación está formado por cinco años. Los datos utilizados se han observado en dos instantes de tiempo, de manera que

---

<sup>6</sup> De hecho, tres de las empresas estudiadas (Centros Comerciales Pryca, Centros Comerciales Continente y Centros Comerciales Carrefour) tienen una propiedad mayoritariamente extranjera (más del 50% de la propiedad en manos de no residentes).

se ha dispuesto de un conjunto de valores para las empresas del Ibex 35 en dos momentos dados: el 31 de diciembre de 1995 y el 29 de diciembre de 2000. La elección de este marco responde a la necesidad de intentar establecer alguna relación entre la publicación de los códigos de buen gobierno y el comportamiento de las grandes sociedades españolas en cuanto a prácticas de gobierno corporativo. Por esta razón, resulta clave la fecha de la aprobación del código Olivencia: el 28 de febrero de 1998. La simetría – respecto de la aprobación del código – entre las dos fechas del estudio aporta objetividad al mismo ya que en 1995 el debate sobre la reforma de los gobiernos corporativos ya estaba en el aire y algunos países ya lo habían materializado en la publicación de códigos de conducta; por ello, el hecho de que en 1998 apareciera el código español no era algo nuevo para las empresas españolas que, de alguna manera, lo estaban esperando.

La metodología de la investigación empírica ha mezclado herramientas de trabajo tradicionales con otras más innovadoras. En cuanto a las primeras, se incluyen las fuentes de datos externas (catálogos, bases de datos electrónicas, memorias de empresas y anuarios), la elaboración propia de los datos extraídos de las fuentes externas y la estadística descriptiva.

Las herramientas innovadoras, por su parte, han sido dos. En primer lugar, el estudio intenta hacer una investigación global del conjunto de atributos de gobierno corporativo. Para ello, se han combinado multitud de variables que a menudo han sido investigadas por separado. Estas variables incluyen diferentes atributos referidos a los dos conceptos clave del gobierno corporativo: propiedad y consejo de administración. En segundo lugar, se ha utilizado un método estadístico nada frecuente en las investigaciones sobre gobierno corporativo: el escalamiento multidimensional. Mientras que la mayoría de investigaciones se centran en los análisis de dependencia o causalidad entre variables, el escalamiento multidimensional ayuda a la descripción de realidades muy complejas. Por tanto, a diferencia de otros investigadores, el presente estudio busca dibujar una realidad compleja a la que generalmente resulta difícil enfrentarse<sup>7</sup>.

Estas son pues las premisas sobre las cuales se ha trabajado y que permiten hacer una lectura más exacta de los siguientes epígrafes: mientras que el epígrafe 2 aborda el marco teórico en el que se mueve el gobierno corporativo, centrándose en el problema de la propiedad de la empresa, el epígrafe 3 presenta la investigación empírica llevada a cabo y sus correspondientes resultados para, finalmente, dar paso a las conclusiones extraídas de la misma (epígrafe 4).

---

<sup>7</sup> Las hipótesis de los trabajos consultados normalmente giran en torno a demostrar relaciones de causalidad entre dos o varias variables. Las hipótesis del presente trabajo buscan más bien la descripción general del gobierno corporativo en dos momentos de tiempo diferentes; en ningún momento buscan demostrar relaciones de causalidad o dependencia. Véase el apartado 3.1.3.



## **2. La propiedad de la empresa**

Ser propietario de una empresa significa disponer de una serie de derechos y responsabilidades que no siempre están claramente definidos. Disponer de un paquete de acciones de una empresa no significa disponer de una parte específica de los activos de ésta, al menos hasta que la compañía se liquide. La empresa no podría existir sin la idea de propiedad privada: la empresa se creó como medio para resolver algunos de los problemas relacionados con la propiedad privada, pero resulta que es la empresa a su vez la que está generando nuevos retos relacionados con el concepto de propiedad (MONKS y MINOW, 2001). Así que, ¿cuáles son realmente los derechos y responsabilidades de los propietarios de las empresas?

Numerosos autores han intentado dar respuesta a la pregunta anterior estudiando, de manera empírica, el papel de la estructura de la propiedad de la empresa como mecanismo de control sobre la gestión de la misma. Estos estudios se han centrado en el grado de dispersión de la propiedad, y en la distribución accionarial (tipología de los propietarios) como posibles factores que determinan la supervisión realmente ejercida sobre los directivos de la empresa (o simplemente percibida por éstos). Estas investigaciones se han realizado, a menudo, en el contexto de las empresas cotizadas, siguiendo los pasos de los pioneros en el tema que fueron Berle y Means quienes, ya en 1932, reconocieron la separación entre propiedad y control en las grandes compañías americanas (BERLE y MEANS, 1932).

### **2.1. La dispersión de la propiedad**

Tal y como se mencionó en el apartado de Introducción, la separación entre propiedad y control de las empresas ha sido la consecuencia no intencionada de lo que se ha entendido como "progreso", a saber, los cambios tecnológicos y de comportamiento empresarial que han conducido a las compañías a considerar la dispersión de su propiedad como la alternativa de crecimiento, de supervivencia más correcta. Por ello, para apoyar a este "progreso", el mercado ha dado un valor especial a los conceptos de liquidez y de ámbito privado, hasta el punto de que estas prioridades han creado un sistema en el que resulta muy sencillo convertirse en propietario de una empresa, pero, al mismo tiempo, muy complicado ejercer los derechos de propiedad tradicionales, es decir, ejercer control sobre la gestión de la empresa.

#### **2.1.1. ¿Por qué la dispersión de la propiedad resulta en un menor control ejercido por los propietarios?**

La habilidad de los propietarios para ejercer sus derechos tradicionales de control sobre su propiedad se ha visto minada a lo largo de la historia empresarial. Se pueden identificar dos causas fundamentales de este hecho:



Por un lado, los directivos de la empresa están claramente interesados en incrementar el número de propietarios porque de esta manera se reduce el poder individual de los mismos lo cual otorga mayor libertad de movimiento a la dirección en su búsqueda de intereses personales. Para ello, los directivos tienden a aumentar el capital disponible y a mantener los precios de las acciones individuales relativamente bajos (BERLE y MEANS, 1932). Sin embargo, el incremento del número de propietarios a través del aumento del número de acciones, se ha visto significativamente limitado por el aumento de la actividad de inversores institucionales con capacidad de adquirir paquetes significativos de títulos de propiedad y, por lo tanto, con capacidad de limitar la dispersión de la misma (MONKS y MINOW, 2001)<sup>8</sup>.

Por otro lado, el aumento del número de acciones supone una segunda ventaja importante para los directivos de la empresa: reduce el incentivo y la capacidad de cada accionista para reunir información y controlar de manera eficiente la gestión de su empresa. Cuando el número de accionistas de la empresa es del orden de los cientos de miles – incluso de más de un millón como en el caso de los grandes bancos españoles<sup>9</sup> –, y muchos de estos accionistas poseen acciones de distintas compañías, entonces ninguno de ellos tiene la capacidad individual suficiente como para controlar eficientemente la gestión de sus empresas ya que, simplemente, tal tarea no le merece la pena dado que su inversión y su responsabilidad son muy limitadas.

### **2.1.2. Diferencias nacionales en la dispersión de la propiedad**

Gedajlovic y Shapiro demostraron que el grado de dispersión de la propiedad típico de cada país conduce a un determinado esquema de poder de los grupos de interés de las empresas del país, lo que a su vez influye sobre la composición del consejo de administración y, en general, sobre el sistema de gobierno corporativo de dichas empresas (GEDAJLOVIC y SHAPIRO, 1998). Concretamente, los autores demostraron que a mayor dispersión de la propiedad, menor poder de otros grupos de interés de la empresa a favor de los accionistas, y menor presencia de la propiedad de la empresa en el consejo de administración de la misma. El Cuadro 1 presenta un interesante resumen de las conclusiones de las investigaciones de estos dos autores (HUSE, 2002).

La dispersión de la propiedad difiere significativamente entre los países anglosajones por un lado (Estados Unidos y Reino Unido) y Canadá y el centro de Europa (Francia y Alemania) por otro lado. Lógicamente, los autores han encontrado que en los países con gran dispersión de la propiedad son los accionistas individuales (generalmente a través de los inversores institucionales) los que forman la estructura propietaria de las empresas, mientras que en los países con propiedad más concentrada, son las sociedades las que forman la propiedad. Precisamente por la fuerte presencia que las sociedades ejercen en la propiedad de las empresas de países como Canadá, Francia o Alemania, es habitual encontrarla representada en los consejos de administración de las empresas de estos países, mientras que en los países anglosajones apenas aparece ocupando puestos en el órgano rector.

---

<sup>8</sup> Por ejemplo, los fondos de pensiones privados y públicos estadounidenses forman el mayor tipo de accionista del país, disponiendo, en 2000, de un 28% del total de las acciones de esta nación y con tendencia a que dicho porcentaje se incremente (MONKS y MINOW, 2001).

<sup>9</sup> En concreto, los bancos BBVA y BSCH contaban, a 31 de diciembre de 2000, con 1.299.621 accionistas y 1.018.062 accionistas respectivamente. Véase BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA. Memoria Legal 2000, p. 6 y BANCO SANTANDER CENTRAL HISPANO. Informe Anual 2000, p. 5.

Igualmente, resulta sencillo comprobar cómo los grupos de interés de la empresa distintos de los propietarios son capaces de ejercer un fuerte poder sobre la gestión de la empresa en aquellos países en los que la propiedad está más concentrada, generalmente porque suelen tener una importante representación en la propiedad de la empresa.

*Cuadro 1*

**Dispersión de la propiedad y poder de los grupos de interés de la empresa. Diferencias nacionales**

	<b>Estados Unidos</b>	<b>Reino Unido</b>	<b>Canadá</b>	<b>Francia</b>	<b>Alemania</b>
<b>Dispersión de la propiedad</b>	Muy alta	Alta	Baja	Media	Baja
<b>Composición de la propiedad</b>	Accionistas individuales Fondos de pensiones, de inversión y similares	Fondos de pensiones, de inversión y similares	Familias Empresas	Empresas Estado	Empresas no financieras Bancos
<b>Poder de los grupos de interés</b>	Bajo	Bajo	Moderado	Alto	Alto
<b>Composición del órgano rector</b>	Directivos Consejeros externos independientes	Directivos Consejeros externos independientes	Propietarios Directivos Consejeros externos independientes	Propietarios Trabajadores	Propietarios Trabajadores

*Fuente:* Adaptado de Huse, 2002.

En resumen, parece que el proceso de dispersión de la propiedad está conduciendo a una pérdida de poder de control de los pequeños accionistas sobre la gestión de sus inversiones, sobre el futuro de su propiedad. El alcance de todo este proceso está determinado no sólo por los directivos en su búsqueda de intereses personales, sino también por la propia idiosincrasia económica y cultural de cada país tal y como defendieron Gedajlovic y Shapiro.

## **2.2. Los tipos de propietarios**

Visto lo expuesto en el epígrafe anterior, parece oportuno hacer a continuación un resumido recorrido por los tipos de propietario, haciendo especial hincapié en la manera en que cada uno puede ejercer control sobre la gestión de su empresa.

### 2.2.1. Accionistas individuales

Las empresas de propiedad individual se han desarrollado, a lo largo del tiempo, hacia diferentes modelos de empresa de propiedad colectiva, de entre los que las sociedades con propietarios que asumen una responsabilidad limitada ante la actuación de la empresa<sup>10</sup>, son los que a este trabajo de investigación atañen. El hecho de que la responsabilidad de los propietarios sea limitada no significa que el riesgo inherente a sus inversiones desaparezca, ni que sea otra persona – física o jurídica – la que haga frente a sus responsabilidades. El impacto de los fracasos empresariales golpea a los propietarios individuales así como a la sociedad en su conjunto. Esta capacidad de las empresas colectivas de “externalizar” el coste de sus acciones constituye un problema en la sociedad de nuestros días<sup>11</sup>. Las virtudes de la responsabilidad limitada junto con los beneficios de la diversificación del riesgo y el desarrollo tecnológico han hecho posible que las empresas crezcan hasta alcanzar dimensiones enormes. Y esto no hace sino agrandar el impacto de estas empresas sobre la sociedad, ya que cuentan con más recursos financieros, técnicos e intelectuales que las personas físicas, que los individuos. El coste de hacer uso de estos recursos es, simplemente, trasladado al cliente y al accionista que, en último término, lo han de soportar: el cliente, pagando el producto o servicio, y el accionista arriesgando su inversión.

Por todo esto parece que la propiedad en las grandes empresas modernas se ha convertido en una vía de una única dirección: los accionistas y los directivos se apropian de los beneficios generados por la empresa y, en la medida de lo posible, trasladan los costes de generar dicho beneficio a la sociedad en su conjunto (sociedad como consumidora, sociedad como inversora, sociedad como gobierno, sociedad como legisladora, sociedad como cultura, sociedad como medio ambiente, y un sinfín de formas más).

Pero la empresa en sí también sufre las consecuencias de esto. Por lo que se acaba de explicar, se deduce que los intereses de los accionistas y de los individuos que dirigen a la empresa se basan en premisas incompatibles: el inversor querrá vender sus participaciones en la propiedad de la empresa al menor síntoma de perjuicio hacia sus intereses como inversor, como consumidor o como ciudadano, mientras que los directivos desearían verse respaldados por inversores estables y a largo plazo. En este sentido, el consentimiento que el accionista otorga a las políticas y estrategias de los directivos de la empresa es el reflejo del acceso al poder que tienen éstos y que es inmensamente superior al que pueden alcanzar los propietarios (EISENBERG, 1989).

Este consentimiento es “nominal”, cuando el accionista no vota y lo hacen los directivos o los intermediarios financieros en su nombre, aun sin considerar su opinión. Estos intermediarios pueden ser depositarios o inversores institucionales. Es “contaminado” por un conflicto de intereses, en el caso de que un inversor institucional vote a favor de las propuestas de la dirección de la empresa cuando, de manera natural, desearía oponerse a ellas, pero los lazos comerciales con la

---

<sup>10</sup> La responsabilidad limitada significa que el propietario responde sólo por su inversión (o suscripción), que la empresa puede asumir riesgos importantes e incurrir en pasivos sustanciales sin que por ello los recursos personales de sus propietarios se vean amenazados. Sin esta protección, individuos adinerados no comprometerían su riqueza en operaciones demasiado arriesgadas. Además, la responsabilidad limitada les permite diversificar el riesgo de invertir en una única empresa colocando sus fondos en muchas compañías. Esta es, sin duda, una de las principales razones por las que el capital se ha podido poner al servicio de la investigación, de la innovación y del progreso tecnológico durante los dos últimos siglos.

<sup>11</sup> Piénsese en casos de daño al medio ambiente, de presión sobre la elaboración de leyes, en financiación a partidos políticos, en la creación de modas, entre otros muchos ejemplos.

empresa le fuerzan a ello. Será "coactivo" si la dirección de la empresa vincula una decisión atractiva para el accionista – por ejemplo, un reparto de dividendos – a que acontezca algo contrario a los intereses del mismo – por ejemplo, que se aprueben una serie de medidas contrarias a una posible absorción de la empresa y deseada por el accionista. Finalmente, se califica de "pobre" cuando los directivos – con intereses personales – limitan, de manera consciente, las alternativas de elección al alcance del accionista a la hora de votar una determinada estrategia (EISENBERG, 1989).

De alguna manera, el actual "fracaso" de la propiedad se debe a la sustitución de la propiedad tangible – los muros y máquinas de la fábrica – por la propiedad intangible – un paquete de acciones (SCHUMPETER, 1952). Pero quizás la explicación de Berle y Means sea más intuitiva: el que tiene una propiedad no líquida está, de alguna manera, "casado con ella", su sentido de responsabilidad hacia ella está siempre presente, y mientras que la propiedad necesite de su propietario para sacarle provecho, tenderá a hacerse más inmóvil. Sin embargo, si la propiedad es líquida, se vuelve tan impersonal como puede llegar a ser el dinero, desprendiéndose así el propietario de la responsabilidad de mantenerla útil y provechosa (BERLE y MEANS, 1932).

### **2.2.2. Inversores institucionales**

Este propietario está constituido por las instituciones gestoras de fondos, ya sea de inversión o de pensiones, que suelen denominarse también instituciones de inversión colectiva<sup>12</sup>. El incremento de los fondos institucionales ha sido, durante las últimas décadas, extraordinariamente rápido en todo el mundo occidental. El proceso comenzó primero en los Estados Unidos y posteriormente se trasladó al Reino Unido que representa, hoy por hoy, el mercado europeo de mayor desarrollo en esta área (GUILLÉN, 2000)<sup>13</sup>. España no ha escapado a este crecimiento, gracias al desarrollo de los mercados institucionales domésticos y a la creciente internacionalización de la inversión (MATAIX, 1997).

Los distintos tipos de inversores institucionales coinciden en dos puntos. Por un lado, son todos objeto de los más altos estándares de diligencia y prudencia en su actuación desarrollados por los distintos marcos legales del mundo occidental. La extensión de sus obligaciones fiduciarias obliga a los inversores institucionales a actuar en defensa de los intereses de los accionistas si ello les parece razonablemente efectivo en términos de coste. Mientras que un accionista individual es libre de ignorar sus derechos y responsabilidades como propietario de la empresa, las instituciones, en su papel de representantes y administradores de fondos ajenos, están legalmente obligados a administrar con prudencia y diligencia todos los activos depositados a su cargo. Por otro lado, su obligación de representación y defensa de los intereses de un número cada vez mayor de individuos les provoca grandes dilemas en sus decisiones: a menudo tienen que elegir entre sus intereses como inversor o los intereses de los inversores que en ellos depositan sus fondos,

---

<sup>12</sup> Entre los tipos de inversores institucionales más comunes podrían citarse a los bancos, a las mutualidades, a las compañías de seguros, a los fondos de pensiones, a los fondos de inversión e, incluso, a las universidades y fundaciones. Cuando estos inversores operan en los mercados financieros, su tipología se hace todavía más extensa.

<sup>13</sup> El panorama pintado por Guillén para 1995 ponía a la cabeza a los inversores institucionales del Reino Unido, con un montante de los activos financieros en forma de acciones que equivalía al 112% del Producto Interior Bruto (en adelante PIB) del país, seguido de Estados Unidos con un lejano 62%. El autor halló que para la mayoría de países estudiados el porcentaje era inferior al 20%. En el caso de España, el dato hallado fue del 2,3%. Esto significa que, a escala mundial, los inversores institucionales no son todavía herramientas firmes para que el accionista individual pueda promover la eficiencia de la empresa de cara al cumplimiento de sus objetivos.

lo cual genera importantes conflictos que no siempre se resuelven de la mejor manera para ambas partes. Muchas veces aparecen los costes de agencia<sup>14</sup>.

### **2.2.3. Otras tipologías de propietarios**

La esencia de la relación entre propiedad y control sobre la empresa la establece el hecho de que el propietario ejerza individualmente o colectivamente sus derechos sobre la compañía. Esto es lo que se ha intentado explicar a lo largo de este apartado relativo a los tipos de propietarios, por ello se han resaltado a los accionistas individuales y a los colectivos como elementos cruciales al respecto. Sin embargo, es posible establecer otras tipologías de propietarios que también son determinantes a la hora de entender la relación entre la propiedad y el control ejercido sobre la empresa. Podrían citarse dos clasificaciones más: una primera en función de la nacionalidad del propietario, y otra en función de la actividad desempeñada por el accionista (estado, banco, caja de ahorros, empresa industrial, empresa de servicios, y, en general, cualquier otra actividad en la que se pudiera pensar).

La relación entre estas tipologías de propietarios y el control ejercido en la empresa descansa, fundamentalmente, en el hecho de que la nacionalidad y la actividad del accionista determinan los intereses del mismo, y por tanto el tipo de gestión que se llevará a cabo en su empresa<sup>15</sup>. Ya no se trata de saber si el accionista tiene un mayor o menor poder de control sino de identificar, en caso de tener poder, el tipo de objetivos, de intereses que se impondrán a la dirección de la empresa. Parece lógico, por tanto, pensar que la actividad de la sociedad puede determinar el grado de eficiencia de la empresa poseída, porque, en función del poder que esa propiedad le otorgue, los objetivos perseguidos serán de una u otra naturaleza, y el conflicto de interés entre distintos grupos de interés mayor o menor.

En resumen, el concepto de propiedad, tal y como se entiende en la mayor parte de la actividad humana, parece desvirtuarse cuando se habla de propiedad de empresas. Las empresas necesitan de los mercados financieros para crecer, pero esto lleva a una inevitable dispersión de la titularidad de su propiedad. Cuanto menos concentrado está el capital de las empresas, más difícil resulta que los accionistas ejerzan control y supervisión sobre sus inversiones. Y esto se acentúa más cuando el accionista se enfrenta sólo a esta tarea. Esto explica la propagación de los inversores institucionales que, sin embargo, tampoco garantizan el control. Por ello, es imprescindible replantearse el problema de quién gobierna la empresa, quién la dirige y quién se beneficia de ella. Los epígrafes siguientes afrontan esta problemática.

## **2.3. La propiedad como mecanismo de control**

La configuración final de la propiedad de una empresa – básicamente su grado de dispersión y su distribución accionarial – determina el grado de poder de control sobre la gestión de la empresa con el que cuenta cada tipo de propietario. Por esta razón, resulta interesante esbozar una tipología básica de propiedad en función de

---

<sup>14</sup> Véase, *supra*, el epígrafe 1.2., "Algunas teorías básicas", y en concreto su apartado "El problema de la relación de agencia".

<sup>15</sup> El tipo de objetivo perseguido por un banco, una caja de ahorros o un inversor institucional puede ser muy diferente. Lo mismo ocurre cuando la sociedad propietaria es una entidad no financiera, si se considera el sector de actividad al que pertenece. Igualmente, una fundación – u otro organismo sin ánimo de lucro – tiende a buscar a través de sus propiedades la consecución de objetivos sociales que una entidad con ánimo de lucro quizás ponga en un segundo plano.

cómo se establecen los vínculos de propiedad. La propuesta de Franks y Mayer resulta muy acertada a estos efectos (SALAS FUMÁS, 2002). Los autores proponen tres patrones de propiedad diferentes:

- El patrón "personalista" significa que propiedad y gestión están en las mismas manos. En este tipo de empresas la gestión se controla a sí misma ("autocontrol"), lo que, de acuerdo con la Teoría de Agencia, eliminaría conflictos de interés, reduciéndose así los costes de agencia. El patrón paternalista suele coincidir con el de las empresas familiares cuyo capital no suele cotizar en los mercados financieros.
- Por su parte, el patrón de propiedad "jerarquizada" ya propone una separación entre propiedad (accionistas individuales o colectivos) y control (directivos de la empresa), por lo que el problema de agencia se agrava, se incrementan los costes de agencia, pero el propietario cuenta con mucha más flexibilidad que en el tipo anterior, ya que puede "entrar" y "salir" de la propiedad de la empresa cuando quiera usando para ello los mercados financieros. En este caso, el control sobre la gestión lo ejercen tanto los mercados de productos y servicios (la situación competitiva de la empresa) como los mercados de valores (valor de la empresa percibido por los accionistas reales y potenciales y expresado en términos del precio de la empresa en el mercado). Las empresas con estructuras de propiedad jerárquicas suelen ser sociedades cotizadas.
- Finalmente, el patrón de propiedad "reticular", mucho más complejo que los anteriores, supone no sólo una separación entre propiedad y control (con las correspondientes consecuencias en la relación de agencia entre accionistas y directivos), sino también una alta concentración del poder que puede dificultar la resolución del conflicto de intereses. En este caso, el control que ejerce la propiedad sobre la gestión gira en torno a la supervisión y tutela mutua de los distintos tipos de propietarios, a los contratos implícitos y a la confianza. El patrón reticular de propiedad es muy frecuente entre las grandes sociedades cotizadas del mundo desarrollado, incluyendo el caso de las empresas españolas<sup>16</sup>.

El patrón de la propiedad condiciona, pues, el grado de poder de control al que puede acceder cada tipo de propietario: éste será muy alto para los accionistas individuales en el caso paternalista, y mucho más bajo para este tipo de propietarios en los casos jerarquizada y reticular, a favor de los mercados para el patrón jerarquizado, y a favor de los propietarios societarios en el caso de la configuración reticular.

### **2.3.1. La concentración de la propiedad y el poder de control**

La propiedad de la empresa, según esté concentrada en unos pocos propietarios o dispersa en muchas manos, ejerce una diferente presión sobre los gestores de la empresa. Y esto es así para cualquiera de los tres patrones anteriormente citados, incluso para el paternalista en el que, aunque propiedad y gestión se confundan en las mismas manos, cada propietario podrá ejercer un grado de control diferente en función de si esas "manos" son muchas o son pocas<sup>17</sup>.

---

<sup>16</sup> La práctica totalidad de las empresas del Ibex 35 estudiadas en este trabajo siguen el patrón de propiedad reticular.

<sup>17</sup> Piénsese en los conflictos de gestión que, a menudo, surgen en las empresas familiares cuando, con el paso del tiempo, la propiedad de la empresa se va repartiendo entre los herederos, produciéndose una dispersión de la misma. La idea es tan sencilla como que a mayor número de intereses individuales diferentes, mayor posibilidad de generación de conflicto.



Si la propiedad está muy difusa, el control se denomina "externo" ya que es el mercado quien juzga la labor de los gestores a través de la fijación del precio de las acciones de la empresa; el mercado premia a las empresas bien gestionadas otorgándoles precios más altos y penaliza a las mal gestionadas bajando su precio, lo cual las hace poco atractivas para los inversores y vulnerables ante posibles pretendientes a su adquisición, especialmente en el caso de las empresas con un patrón de propiedad jerarquizada. De Lacalle Noriega afirma que "una OPA hostil, esto es, una OPA rechazada por los ejecutivos pero aceptada por los accionistas, es el mayor castigo que se puede infligir al gestor inepto pues la empresa adquirente prescindirá muy probablemente de sus servicios" (DE LA CALLE NORIEGA, 1996)<sup>18</sup>.

Si la propiedad de la empresa está concentrada en unas pocas manos, el mecanismo de control sobre la gestión se califica como de "interno", ya que es ejercido por los núcleos estables de propiedad, lógicamente mayoritaria, que, esta vez sí, se involucran directamente en dicha tarea ya que los equipos gestores responden de su trabajo ante ellos. De la misma manera que el control externo tiene sus limitaciones de cara a cumplir su misión, el control interno también falla porque la presencia de grupos accionariales dominantes es a menudo el resultado de objetivos empresariales a corto plazo más que de estrategias de generación de valor a largo plazo, lo cual implica que con frecuencia primen más los intereses puntuales de un grupo de propiedad frente al de los de las minorías accionariales.

La relación de la eficiencia empresarial con la concentración de la propiedad y con la presencia de accionistas mayoritarios ha sido extensamente estudiada en todo el mundo occidental. Desgraciadamente, no existe unanimidad sobre las conclusiones extraídas de los múltiples estudios, siendo posible encontrar dos bloques de opinión fuertemente sustentados, ambos, por la investigación empírica.

#### **a) A mayor concentración de la propiedad, mayor eficiencia**

Los autores de este bloque de opinión<sup>19</sup> argumentan que una mayor concentración de la propiedad supone un mayor control y presión ejercido sobre el equipo de dirección, en caso de malos resultados, por parte de los bloques propietarios con poder que, a menudo, estarán representados en el consejo de administración. La propiedad mayoritaria tiene capacidad para promover el cese de los directivos cuando la rentabilidad de la empresa es insatisfactoria. Aunque estos autores no siempre demuestran que la concentración de la propiedad lleva a una mayor rentabilidad, sí se inclinan a pensar que una propiedad concentrada en pocos (o uno solo) accionistas con poder real de control puede ayudar a mejorar dicha rentabilidad a través del ejercicio de presión sobre el consejo de administración.

#### **b) A mayor concentración de la propiedad, menor eficiencia**

Los autores que siguen esta idea<sup>20</sup>, suelen apoyarse en dos argumentos distintos. Por un lado, en la idea de que una mayor concentración de la propiedad puede significar una relajación en las políticas de dividendos de la empresa, ya que la propiedad, al poder controlar la gestión de la empresa, no necesita mecanismos de

---

<sup>18</sup> El autor menciona que la idea de la OPA hostil sobre la empresa mal gestionada como mecanismo corrector se desvirtuó en los años ochenta del pasado siglo como consecuencia de una serie de OPAs que resultaron muy negativamente para los propietarios de las empresas adquirentes y, sin embargo, muy lucrativas para los propietarios de la empresa penalizada.

<sup>19</sup> Se incluyen en este bloque autores extranjeros tales como Jain y Kini (sus estudios se refieren a los años 80 del pasado siglo) o Mikkelson, Partch y Shah (cuyos estudios se refieren a los años 90 del siglo XX); y también autores españoles, todos ellos estudiosos del caso español referido a la década de los 90 del pasado siglo, tales como Galve y Salas, Alonso y De Andrés, Díaz o Fernández y Gómez.

<sup>20</sup> A este lado de la balanza se encuentran autores tales como Demsetz y Lehn, Pagano, Panetta y Zingales, Minguez y Martín o De Miguel y De La Torre.

compensación a sus inversiones en la compañía. Y esto podría provocar un descenso del valor de la empresa en el mercado. Por otro lado, estos autores se apoyan en el denominado "efecto expropiación" que se produce cuando los conflictos de interés de los accionistas minoritarios pasa de producirse con los directivos a producirse con los accionistas mayoritarios. Esto suele ocurrir cuando la propiedad está muy concentrada. En general, la expropiación exagera el problema de la agencia y reduce el valor de la empresa en el mercado.

### **2.3.2. La propiedad reticular y el poder de control**

La legislación de la mayoría de los países desarrollados obliga a que los grandes propietarios de las sociedades cotizadas notifiquen y hagan público su poder real sobre la empresa en cuestión. Para los legisladores, este poder real sólo puede conocerse si los propietarios notifican no sólo el porcentaje de propiedad directa (propiedad en el sentido más estricto) del que disponen sobre la compañía, sino también el porcentaje de "propiedad indirecta" – o, como sería más correcto, de control indirecto – que consiguen sobre la empresa por el hecho de ser propietarios directos de sociedades que a su vez son propietarias directas de la empresa en cuestión. La suma de ambos porcentajes formaría lo que se ha denominado "poder de voto último" o *ultimate voting block* (BECHT y ROËLL, 1999). Estas redes empresariales cuyos eslabones serían las participaciones en la propiedad de sociedades, a veces llegan incluso a formarse por eslabones más oscuros en los que no existe un derecho de propiedad sino un poder de negociación más o menos implícito.

Estas redes societarias son vitales a la hora de entender quién controlará la actuación del equipo gestor de la empresa. A veces, el que posee más poder no es de hecho un propietario – en el sentido más estricto – mayoritario. Por ello, el estudio empírico de este trabajo considerará este hecho a la hora de identificar y cuantificar las variables relativas a la propiedad de la empresa. Además, el concepto de poder de voto último lleva a identificar un mecanismo de control más sobre la gestión de la empresa, muy vinculado, eso sí, al mecanismo de la propiedad: la deuda de la empresa. La idea que en esto subyace es que el poder de negociación implícito que el endeudamiento de una compañía otorga a la entidad prestamista, puede transformarse en poder real de supervisión de la gestión de la compañía. Si la empresa prestataria incumpliera sus pagos, la entidad financiera adquiriría, bajo la protección de la mayoría de los sistemas legales, derechos de control sobre la empresa, derechos que se hacen aún más patentes en caso de suspensión de pagos o de quiebra (HART y MOORE, 1995). Sin llegar a situaciones extremas, la simple relación proveedor-cliente genera un poder implícito que, en el caso de la banca, suele caer de su lado.

### **2.3.3. Los accionistas individuales y el poder de control**

Los sistemas legales del mundo desarrollado otorgan a los directivos de empresa gran libertad para definir la estructura del capital y del gobierno de su empresa. Cuando el patrón de propiedad es jerarquizado o reticular, los legisladores confían en que los mercados de valores permitan a los inversores individuales elegir la "mejor" empresa para hacerla parte de su propiedad. Pero, una vez que esta libertad de elección es ejercida, el poder real del nuevo propietario individual desaparece.

En opinión de Monks y Minow, la era de las fusiones y adquisiciones empresariales – los años ochenta del siglo XX – resultó ser un claro síntoma de los problemas



creados por el fracaso en el intento por unir propiedad y control en la empresa. El abuso que sufrieron los accionistas individuales por parte de los directivos – tanto de la empresa absorbida como de la absorbente – dejó claro que éstos no sentían demasiada presión por rendir cuentas a los propietarios de su compañía. Esta falta de responsabilidad frente a los accionistas individuales fue claramente perjudicial para la competitividad y supervivencia de las empresas (MONKS y MINOW, 2001).

El hecho de que la separación entre propiedad y control no sea un objetivo intencionadamente perseguido sino más bien el resultado de otras decisiones<sup>21</sup>, no impide que, a fin de cuentas, sea algo conveniente, incluso ideal, para aquéllos que salen beneficiados de este hecho: los directivos. Muchos accionistas individuales se han dado cuenta de que el verdadero problema de su incapacidad para participar de manera activa en las decisiones de su empresa – su escaso control – también les impide recuperar la responsabilidad que la dirección de la empresa les “debe”, especialmente cuando a los directivos de la empresa no les interesa cambiar un sistema que, a fin de cuentas, funciona estupendamente para sus propios intereses. Jensen es radical en este sentido, y asegura que la falta de responsabilidad de los directivos hacia los propietarios (fundamentalmente los individuales) conduce a la incapacidad de la empresa para competir, hasta el punto de que ve en la compra de la empresa por parte de sus directivos – reagrupación en las mismas manos de control y propiedad – como el modelo de empresa del futuro (JENSEN, 1989). Pero como este modelo futurista aún no es real (o si lo es, no supera la dimensión de lo anecdótico), interesa estudiar la manera en que, en la actualidad, los accionistas individuales trabajan en pro de la defensa de sus intereses como propietarios.

El activismo en defensa de los derechos de los accionistas individuales empieza a ejercerse durante los años ochenta del pasado siglo, especialmente en Estados Unidos. Los propietarios individuales empiezan a utilizar herramientas de control tales como las asociaciones de accionistas que se dedican fundamentalmente a suministrar información sobre las empresas, sobre los mercados de valores y sobre el entorno legal a sus miembros<sup>22</sup>. También los inversores institucionales empiezan a ejercer de manera activa su derecho de propiedad y control sobre la empresa. La eficacia de los inversores institucionales como herramienta de control sobre la gestión de la empresa ha sido objeto de múltiples estudios empíricos, aunque a veces con resultados contradictorios. En concreto, se ha demostrado que los accionistas mayoritarios – entre ellos los inversores institucionales – intervienen más activamente que los minoritarios en la aprobación o rechazo de las actuaciones o decisiones de los directivos (BRICKEY, LEASE y SMITH, 1988). Sin embargo, también se ha concluido que la probabilidad de oponerse a las propuestas de los directivos es mayor cuanto menor es el porcentaje de acciones mantenido por los inversores institucionales (POUND, 1988).

Sin embargo, la Junta General de Accionistas sigue siendo la principal herramienta con la que cuentan todos los accionistas – incluidos los accionistas individuales – para ejercer control sobre la gestión de la empresa. Es precisamente en esta asamblea donde el accionista puede utilizar uno de sus derechos como propietario, el derecho a voto, para expresar su acuerdo o desacuerdo con la gestión de la dirección de la empresa o con el funcionamiento de los otros mecanismos de control (por ejemplo, para cambiar la composición del consejo de administración). Existe un muy extenso debate también sobre la eficacia de la Junta General de Accionistas: en él participan aspectos tales como el tipo de titularidad que posee el accionista, la publicidad de información sobre la Junta, el acceso a información sobre la Junta o la representación de los accionistas minoritarios.

---

<sup>21</sup> La separación entre propiedad y gestión resultante de la decisión de vender la primera en los mercados de valores es finalmente algo no intencionadamente buscado por los primeros propietarios-gestores de la empresa que, con tal decisión, perseguían el crecimiento, la supervivencia de ésta.

<sup>22</sup> Este es el caso de la *United Shareholders Association*, fundada en 1986 en Estados Unidos.

La cultura informativa también está ayudando a los accionistas a defender sus derechos. Es habitual encontrar en la prensa especializada, pero también en la de divulgación, los nombres y apellidos de los consejeros – y directivos – al mando de empresas con malos resultados empresariales, o con prácticas de dudosa licitud. Esto asusta a muchos consejeros, sobre todo a aquéllos que ocuparon su puesto precisamente en busca de reputación y renombre. Finalmente, la cultura corporativa se mueve cada vez más hacia la total integración de los distintos grupos sociales dentro del día a día y del futuro de la propia empresa. Se habla de la gestión del conocimiento, se tiende a diversificar la procedencia profesional de los miembros del consejo, y en general, se pretende que todos participen de manera activa en las grandes decisiones de la compañía.

#### **2.3.4. Cuando la propiedad no puede ejercer control, aparece el consejo de administración**

La propiedad puede ejercer control efectivo sobre la dirección si las decisiones de la empresa están perfectamente jerarquizadas (FAMA y JENSEN, 1983). Esto significa que el más alto nivel de la jerarquía corporativa no debe ser ocupado por los altos directivos, puesto que ellos son también objeto de supervisión, sino por algún órgano cuyos miembros asuman el riesgo residual derivado de la gestión de la empresa – estos miembros serían los propietarios – pero que, al mismo tiempo, sea capaz de vigilar eficazmente, tarea que, en caso de propiedad dispersa, no pueden llevar a cabo todos y cada uno de los propietarios. Este órgano es el consejo de administración.

En ausencia de mecanismos completamente efectivos para canalizar el poder del accionista, algunos propietarios de empresa, ya sean individuales o institucionales, parecen haber encontrado el camino para controlar a los directivos de la empresa: sin llegar al extremo de la venta de la empresa a sus directivos, tal y como sugieren algunos autores (JENSEN, 1989), la solución radica en unirse a ellos. Esto conduce al concepto de “propiedad ideal” (PORTER, 1992). La “propiedad ideal” constaría de un pequeño número de propietarios pero con un gran deseo de mantener su inversión en la empresa en el largo plazo: los accionistas permanentes. Su deseo de permanencia en la empresa significaría que sus intereses son próximos a los de la empresa. Los propietarios permanentes han de tener un cierto *statu* interno, han de poder acceder a la información de la compañía de manera ágil y completa, deben poder influir sobre los directivos y, sobre todo, deben contar con representación en el consejo de administración. Bajo estas condiciones, tales accionistas juzgarían a la dirección de la empresa por su capacidad de generar competitividad sostenible a largo plazo y no por las cotizaciones de las acciones de la empresa en el corto plazo, lo cual, además, favorecería la supervivencia real de la empresa.

En resumen, lo expuesto en este título 2 confirma la dificultad de establecer una relación clara entre estructura de la propiedad y eficiencia empresarial. Por ello, y con el ánimo de poder arrojar algo más de luz, el estudio empírico de este trabajo considera no sólo el grado de concentración de la propiedad sino otras muchas variables relacionadas con la estructura de la propiedad y con el consejo de administración y que, en este título, se han resaltado como importantes.



## **3. El modelo de gobierno corporativo de las empresas del Ibex 35: cumplimiento del código Olivencia**

### **3.1. Empresas estudiadas, variables y metodología estadística**

#### **3.1.1. Empresas estudiadas**

Las empresas con las que se ha llevado a cabo el estudio empírico se han extraído del conjunto de empresas componentes del índice bursátil español Ibex 35. Estas empresas suman un total de treinta y dos, y formaban parte de este índice el último día hábil del año 1995 y el último día hábil del año 2000<sup>23</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 ambas fechas. Dado que la composición del índice Ibex 35 fue diferente en ambas fechas, se han excluido del conjunto de empresas estudiadas a aquéllas que formaban parte de este índice sólo en una de las dos. De esta manera la comparación se hace posible.

Entre 1995 y 2000, muchas de las sociedades componentes del índice han sufrido cambios sustanciales que, de alguna manera, han dificultado la identificación exacta 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>24</sup>. Aún con esto, la identificación final ha sido posible tal y como se muestra en el Anexo 1.

#### **3.1.2. Variables**

El estudio empírico realizado contempla un total de 32 variables cuya información completa puede consultarse en el Anexo 2. Estas variables contemplan las dos dimensiones estratégicas de la empresa: su entorno – variables externas – y la propia idiosincrasia de la empresa estudiada – variables internas. Las variables quedan repartidas en cuatro grandes grupos tal y como muestra el Cuadro 2:

- Variables de entorno (variables externas). Recogen los factores del entorno empresarial español más directos y relevantes de cara al estudio concreto del impacto de los códigos de buen gobierno en las empresas cotizadas: por un lado

---

<sup>23</sup> Tal y como se explicó en la Introducción, estas fechas son representativas del antes y del después de la publicación del código Olivencia y del código de la OCDE de 1999.

<sup>24</sup> Todos estos cambios pueden consultarse en la página *web* de la Comisión Nacional del Mercado de Valores: [www.cnmv.es](http://www.cnmv.es), en el apartado de "Hechos Relevantes".

la propia existencia de dichos códigos y por otro la dinámica del mercado bursátil español en donde las empresas estudiadas buscan financiación.

- Variables de gobierno corporativo (variables internas). Estas variables miden algunos de los puntos clave de los dos mecanismos de control sobre la gestión de la dirección de la empresa que han trabajado y propuesto los códigos de buen gobierno considerados en este trabajo: el consejo de administración y la propiedad de la empresa.
- Variables de gestión (variables internas y de control). Definen los límites del estudio empírico en cuanto al tipo de empresa estudiada. Teniendo en cuenta que se pretende identificar si existe o no un modelo de gobierno corporativo propio de las empresas del Ibex 35, se hace necesario determinar el tipo de gestión llevado a cabo por cada equipo de dirección de estas empresas, puesto que éste es el que en principio debe llevar a la consecución de los objetivos de rentabilidad planteados por cada compañía. Además, existen múltiples evidencias empíricas de la relación entre el consejo de administración y la estructura de la propiedad de la empresa con la gestión de ésta (entendiendo que en la gestión también se incluye el concepto de rentabilidad). Las variables de gestión elegidas se refieren a un concepto clásico en la representación de la dirección empresarial: la estrategia de crecimiento. Esta estrategia se ha medido a través del tamaño de la empresa, de su estructura financiera y de sus estrategias de internacionalización y diversificación.

Cuadro 2

**Naturaleza, origen y peso específico de las variables del estudio empírico**

	<b>Naturaleza de las variables</b>	<b>Origen de las variables</b>	<b>Número de variables</b>	<b>Porcentaje sobre el total de su naturaleza</b>	<b>Porcentaje sobre el total de variables</b>
Variables externas a la empresa	De entorno	Entorno normativo	1	20%	3%
		Mercados financieros españoles	4	80%	13%
		<b>Total</b>	<b>5</b>	<b>100%</b>	<b>16%</b>
Variables internas a la empresa	De gobierno corporativo	Consejo de administración	10	56%	31%
		Estructura de la propiedad	8	44%	25%
		<b>Total</b>	<b>18</b>	<b>100%</b>	<b>56%</b>
	De gestión (variables de control)	Tamaño de la empresa	3	50%	9,5%
		Estructura financiera de la empresa	1	17%	3%
		Estrategias corporativas de la empresa	2	33%	6,5%
		<b>Total</b>	<b>6</b>	<b>100%</b>	<b>19%</b>
	De rentabilidad	Rentabilidad económica	1	33%	3%
		Rentabilidad financiera	1	33%	3%
		Rentabilidad para el accionista	1	33%	3%
<b>Total</b>		<b>3</b>	<b>100%</b>	<b>9%</b>	
<b>TOTAL VARIABLES</b>			<b>32</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Fuente: Elaboración propia.

- Variables de rentabilidad (variables internas). Representan, en este estudio, al concepto de eficiencia empresarial. Estas variables se centran exclusivamente en el concepto de rentabilidad de la empresa ya que este concepto parece ser un buen instrumento de medida de la capacidad de supervivencia de la empresa de cara a satisfacer los objetivos de sus grupos de interés<sup>25</sup>.

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, y que después de la edición de dichos códigos esta libertad sólo se vio matizada por un conjunto de recomendaciones de libre adopción, la información publicada sobre los consejos de administración de dichas empresas para los dos años del estudio – pero fundamentalmente 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 estas variables se han extraído de los informes anuales e informes de auditoría de las empresas y del anuario DICODI. Puntualmente se ha tenido que consultar la página *web* de la CNMV para correcciones de fecha y el informe “Participaciones Significativas” de la CNMV.

En cuanto al grupo de variables relativo a la estructura de la propiedad, la elección de éstas ha sido más sencilla teniendo en cuenta que ya desde el año 1995 las empresas cotizadas en España informan detalladamente a la CNMV sobre las participaciones significativas sobre su propiedad. Las fuentes de datos de estas variables han sido los Informes anuales e informes de auditoría de las empresas, el anuario DICODI, junto con el informe “Participaciones Significativas” de la CNMV

Por su parte, las variables de rentabilidad elegidas provienen todas de las cuentas anuales presentadas en los informes de auditoría legales, lo cual les otorga el grado de fiabilidad y homogeneidad necesario para el estudio. 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 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.

Conviene aclarar que la información aportada por todas las variables es puntual – referida a un instante en el tiempo, ya sea el 31 de diciembre de 1995, ya sea el 31 de diciembre de 2000. Además, la información proporcionada por las variables internas, de control y de rentabilidad proviene únicamente de la sociedad cotizada objeto de estudio. Es decir, esta información se refiere estrictamente a la sociedad matriz cotizada e incluida en el Ibx 35, y no al grupo de empresas formado por dicha matriz más todas sus participadas. La razón de esta elección descansa en un

---

<sup>25</sup> Ciertamente, el concepto de eficiencia empresarial y su vinculación con la rentabilidad requiere amplia discusión académica que se saldría del alcance del presente estudio. Sin embargo, los estudios de Jensen (JENSEN, 1996) y de Eguidazu (EGUIDAZU, 1996) – entre otros – ilustran el hecho de que la rentabilidad garantiza la supervivencia de la empresa y, por tanto, justifican la idea de que la rentabilidad es esencial en la medición de la eficiencia. Incluso podría decirse que esta idea es aceptada por los dos enfoques culturales que subyacen en el gobierno de las empresas: el *shareholders* y el *stakeholders*. Por ello se toma en este estudio la rentabilidad como la medida de la eficiencia empresarial.

hecho fundamental: los objetos de estudio de este trabajo de investigación, la propiedad y el consejo de administración de las empresas, se refieren a una única sociedad, y no al grupo empresarial que ésta pueda formar junto con sus participadas; cada empresa participada o asociada a las del estudio tiene su propia estructura de propiedad y su propio consejo de administración. Por ello, incorporar magnitudes no directamente imputables a la empresa podría distorsionar los resultados y las conclusiones del trabajo.

### **3.1.3. Metodología**

Se procede, a continuación, a exponer las hipótesis de la investigación y a explicar la metodología de procesamiento de datos empleada en la misma.

#### **a) Hipótesis a contrastar**

Estas hipótesis se agrupan en dos categorías distintas en función del doble objetivo de esta investigación.

Las primeras se refieren al grado de cumplimiento de las recomendaciones de los códigos de buen gobierno vigentes para España en el periodo del estudio. Son las siguientes:

- H1: La publicación de los códigos de buen gobierno ha producido cambios en el panorama general de gobierno corporativo de las empresas del Ibex 35.
- H2: Las empresas del Ibex 35 siguen muy selectivamente las recomendaciones de los códigos de buen gobierno.
- H3: El grado de cumplimiento de las recomendaciones que las empresas del Ibex 35 han decidido seguir es muy bajo.
- H4: Existen diferencias entre las distintas empresas del Ibex 35 en el cumplimiento de las recomendaciones de los códigos de buen gobierno.

La última hipótesis se refiere a la posible existencia de un modelo general de gobierno corporativo propio y característico de las empresas del Ibex 35. Las conclusiones que se extraigan de esta hipótesis permitirán también cuestionar la "bondad" o la "corrección" de las propias recomendaciones de buen gobierno.

- H5: Existe un modelo general de gobierno corporativo de las empresas del Ibex 35. El modelo general de gobierno corporativo de las empresas del Ibex 35 se sitúa en un lugar intermedio entre los modelos monista y dual de Yoshimori.

#### **b) Métodos estadísticos empleados (véase Anexo 3)**

El estudio consta de dos partes definidas cada una de ellas por el método estadístico empleado en el tratamiento de los datos obtenidos. 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 1995 y 2000; 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 ha empleado la técnica estadística multivariante conocida como escalamiento multidimensional o, en inglés, *MultiDimensional Scaling* (en adelante MDS).



Teniendo en cuenta los datos recogidos – datos de panel –, el tipo de variables consideradas – muy numerosas y de naturaleza cualitativa y cuantitativa – y las hipótesis a contrastar en el presente estudio, se ha considerado que el mejor método estadístico a aplicar es el del escalamiento multidimensional<sup>26</sup>. Este método pertenece al grupo de técnicas estadísticas denominadas técnicas multivariantes, caracterizadas 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 (21 empresas para el año 2000 y 26 para 1995).

En el presente estudio, para cada una de las empresas (los objetos) existe un conjunto de atributos. Estos atributos se refieren a las características de propiedad, de consejo de administración, de gestión, de rentabilidad y de entorno, y todos ellos están recogidos en las treinta y dos variables del estudio. Además, los atributos considerados (las variables) son métricos. Es decir, los datos de todas las variables del estudio se miden y, por tanto, cuentan con una determinada escala métrica (tal y como puede comprobarse en el Anexo 2). El MDS entonces proporciona información acerca de las relaciones subyacentes existentes entre los objetos (las empresas). Estas relaciones están determinadas tanto por el número de escalas de medición proporcionadas (dimensiones) como por los valores de escala para cada una de las empresas; dimensiones y valores, a su vez, están determinados por las semejanzas o desemejanzas entre cada una de ellas, y no por los atributos que el investigador presupone que son relevantes.

El MDS se ha aplicado, en el presente estudio, en cuatro escenarios distintos, cada uno de los cuales considera tanto el año 1995 como el año 2000 con el fin de poder comparar los modelos obtenidos para antes y después de la aparición del código Olivencia y del código de la OCDE. Para los ocho casos resultantes, el procedimiento seguido en la aplicación del MDS ha sido exactamente el mismo, salvo por el número y tipo de variables inicialmente consideradas. Los ocho modelos se presentan en el Cuadro 3.

*Cuadro 3*

**Modelos MDS obtenidos para cada escenario estudiado**

	<b>1995</b>	<b>2000</b>
32 variables: todas las variables (internas y externas)	<i>modelo general (95)</i>	<i>modelo general (00)</i>
24 variables: internas relativas al consejo de administración, a la gestión y a la rentabilidad de la empresa, y externas	<i>modelo sin propiedad (95)</i>	<i>modelo sin propiedad (00)</i>
22 variables: internas relativas a la estructura de propiedad, a la gestión y a la rentabilidad de la empresa, y externas	<i>modelo sin consejo (95)</i>	<i>modelo sin consejo (00)</i>
23 variables: internas relativas al consejo de administración y a la estructura de propiedad, y externas	<i>modelo sin gestión (95)</i>	<i>modelo sin gestión (00)</i>

*Fuente:* Elaboración propia.

<sup>26</sup> La elección del método multivariante a aplicar depende de la relación entre las distintas variables del estudio; esto es, de si la relación es de dependencia – variables independientes que pretenden explicar o predecir otras variables denominadas dependientes –, o de si la relación es más bien de interdependencia – todas las variables podrían explicar y predecir a las demás, no existe una división clara entre las que explican y las que se deben explicar. El MDS es una técnica apropiada para este segundo caso, el del presente estudio. Para el primero serían más adecuadas técnicas tales como el Análisis de Correlación Canónica, el Análisis Multivariante de la Varianza, la Regresión Múltiple o el Modelo Lineal de Probabilidad, entre otras (CUENCA TADEO, 2002).



## 3.2. Resultados

### 3.2.1. Resultados de la estadística descriptiva

Se describen a continuación los resultados más importantes de la estadística descriptiva para las 32 variables del estudio. Es posible consultar la dimensión cuantitativa de estos resultados en el Anexo 4.

*Entorno normativo:* Este entorno normativo está concentrado en una única variable cuya evolución en el tiempo tan sólo dice que en 1995 no existen códigos de buen gobierno en el entorno español mientras que en 2000 sí. Este resultado permite controlar si los datos procesados se corresponden con el "antes" o con el "después" de la publicación de los códigos de buen gobierno.

*Mercados bursátiles españoles:* Fuerte desarrollo (internacionalización y tamaño) de los mercados bursátiles españoles, acompañado de un menor temor a las tomas de control y de una mayor incertidumbre sobre el futuro de las empresas españolas. Esto significa que los mercados bursátiles españoles se vuelven mucho más complejos (por tamaño e incertidumbre).

*Reglamento interno de conducta del consejo:* Importante aumento del número de empresas que cuentan con este reglamento, pero en 2000 todavía es bajo el número de empresas que cuentan con el mismo (38% de las empresas estudiadas).

*Tamaño del consejo:* La banca y las empresas eléctricas son las que cuentan con consejos más grandes. Las empresas del Ibex 35 poseen un número de consejeros especialmente elevado: superan la recomendación del código Olivencia y sobrepasan en un 23% a la media de las empresas cotizadas en España<sup>27</sup>. Se percibe, pues, un ligero esfuerzo por cumplir con las recomendaciones de tamaño del consejo.

*Secretario del consejo:* En media, poca importancia dada al secretario del consejo, aunque se produce una mínima mejoría del año 1995 al 2000.

*Independencia del consejo:* En ambos años existen empresas que no cuentan con ningún consejero independiente<sup>28</sup> en su órgano rector: Acerinox, BBV, BCH o Iberdrola para 1995, y BBVA, Dragados, Iberdrola, SCH y Unión FENOSA para 2000. Además, el porcentaje promedio de consejeros independientes disminuye del año 1995 al 2000. De aquí se desprende que el grado de independencia de los consejos de las empresas del Ibex 35 es bajo y que, además, se aleja de las recomendaciones de independencia de los códigos de buen gobierno.

*Consejería cruzada:* Muy pocas empresas del Ibex 35 carecen de consejeros cruzados (en 2000, 9,5% de las empresas estudiadas). Empeoramiento de 1995 a 2000. Tan sólo Banco Popular y Carrefour (Continente) carecen de consejeros cruzados en ambos años. Por lo tanto, las empresas del Ibex 35 se alejan de la recomendación del código Olivencia de evitar la consejería cruzada. La situación de concentración de la representación en los consejos es evidente: poco más del 11% de los consejeros vocales estudiados trabajan – y por tanto son retribuidos por

<sup>27</sup> Cifra comparada con la hallada por la consultora Spencer Stuart en su Índice de Consejos de Administración para las empresas cotizadas en España en el año 2000 (SPENCER STUART, 2001).

<sup>28</sup> La cualidad de "independiente" se entiende desde el punto de vista más estricto, es decir, que no exista ninguna participación – por pequeña que sea – en la propiedad de la empresa, ni se ocupe ningún puesto ejecutivo en la compañía.

dicho trabajo – en cerca del 90% de las más de veinte gran empresas estudiadas, tanto en 1995 como en 2000. En cinco años de historia empresarial española la representación en los órganos de gobierno de más de veinte de las mayores compañías del país está concentrada en cuatro personas físicas. Concretamente, los consejeros vocales presentes simultáneamente en 4 empresas de entre las estudiadas representan menos del 1% de todos los consejeros estudiados, y ejercen sus funciones de vocales en los consejos de administración de más del 30% de las empresas estudiadas para el año 1995, y del 20% para el año 2000.

*Mujeres miembros del consejo:* Los consejos de administración de las grandes empresas españolas son mayoritariamente masculinos.

*Sociedades miembros del consejo:* El porcentaje medio de miembros vocales que son sociedades aumenta en un 250% de un año para otro.

*Presidente ejecutivo del consejo:* Para más de la mitad de las empresas del Ibex 35 el presidente del consejo ocupa simultáneamente un puesto ejecutivo dentro de la empresa: el 54% en 1995 y el 62% en 2000. Estos resultados indican que estas empresas se asemejan más al modelo estadounidense y francés en cuanto al poder otorgado al presidente y además que existe una tendencia a vincular cada vez más al presidente del consejo con la dirección de la empresa. En 1995, tan sólo dos de las catorce empresas con presidente ejecutivo han dotado a su órgano de gobierno de un vicepresidente absolutamente independiente de gestión y propiedad. En 2000 esto se cumple para una sola empresa de las trece posibles. Por tanto, se produce un alejamiento de la recomendación del código Olivencia.

*Remuneración del consejo:* Carencia de detalle e individualización en la información proporcionada por las empresas del Ibex 35 sobre la remuneración de sus consejeros; esto significa un alejamiento de la recomendación del código Olivencia. Sustancial incremento en la valoración que las empresas del Ibex 35 hacen del trabajo de sus consejeros: aumento, en cinco años, en un 74% de la remuneración media por consejero. El incremento en la remuneración de cada consejero no es precisamente ni moderado ni va acorde con la evolución de los resultados (rentabilidad) de las empresas; de nuevo se produce un alejamiento de recomendaciones de códigos. Los bancos, a excepción del Banco Popular, son los que ofrecen mayor remuneración a sus consejeros en 1995 y en 2000. En el lado más moderado aparecen las empresas públicas en 1995, y Acerinox en 2000.

*Incentivos a la eficiencia empresarial en la remuneración del consejo:* En 1995 el 20% de las empresas del Ibex 35 declaraban estar utilizando este tipo de incentivos; en el año 2000 más de la mitad de las empresas del Ibex 35 lo hacen.

*Concentración de la propiedad:* El porcentaje de participación directa sobre la propiedad que tienen los tres mayores accionistas supera el 30% (en el año 2000 y en promedio); esto significa que la concentración de la propiedad de las empresas del Ibex 35 se mantiene todavía elevada, aunque ha disminuido en un 21% desde el año 1995. Esta disminución podría explicarse, en parte, por las privatizaciones y operaciones de OPV acontecidas entre las dos fechas del estudio en los mercados españoles. Los bancos son las empresas con menor concentración de la propiedad.

*Accionistas mayoritarios:* Significativa disminución, del año 1995 al año 2000, del porcentaje de empresas en las que existe un propietario con más del 50% de la propiedad de la compañía (del 23% al 5%). Esto podría indicar cierto deseo de disminuir la concentración del poder de control y gestión en manos un único propietario.

*Accionistas mayoritarios en el consejo:* Evolución de 1995 a 2000: mayor presencia de los accionistas mayoritarios de las empresas en su propio órgano de gobierno.

*Presidente del consejo accionista:* El porcentaje medio de propiedad en manos de los presidentes de los consejos de administración se multiplica por 2,6 del año 1995 al 2000. Aunque bastantes de las empresas tienen un presidente del consejo totalmente independiente de la propiedad (38,5% de las empresas de 1995 y 23,8% de las empresas de 2000), para la mayoría de ellas, el presidente del consejo posee en media cerca del 1% de la propiedad.

*Consejeros accionistas:* El promedio del porcentaje de propiedad, directa más indirecta, en manos del conjunto de miembros vocales de los consejos de administración de las empresas del Ibex 35 crece un 129% del año 1995 al 2000.

*Tipología de propietarios:* Tan sólo el Banco Popular tiene representación de sus trabajadores y sus directivos dentro de las participaciones significativas en la propiedad de la entidad (tanto en 1995 como en 2000). Son muy escasas las empresas en las que los inversores institucionales aparecen como propietarios significativos. Las cajas de ahorros y las sociedades extranjeras (en mayor medida) siguen estando significativamente presentes en la propiedad de las empresas del Ibex 35. El banco The Chase Manhattan Bank está presente, en ambos años, en la propiedad de la gran mayoría de las empresas con accionistas significativos extranjeros, y con un porcentaje de propiedad directa siempre cercano al 5%.

*Estrategia y gestión de las empresas:* En ambos años se ha trabajado con un conjunto de empresas grandes. Las empresas del Ibex 35, en media, presentan una autonomía financiera dentro de lo que los expertos consideran como "óptimo". Heterogeneidad en la *ratio* de autonomía financiera de las diferentes empresas del Ibex 35. Para ambos años, se trata de un conjunto de empresas todas ellas diversificadas y mayoritariamente de manera no relacionada. En 1995, las empresas tienen mayoritariamente filiales en el extranjero. En 2000, todas ellas.

*Rentabilidad de las empresas:* En media, las empresas del Ibex 35 son rentables y reparten dividendos, tanto en 1995 como en 2000. La distribución de las variables de rentabilidad es más homogénea entre empresas que la del resto de variables internas. En media, las *ratios* de rentabilidad (ROA y ROE) disminuyen de 1995 a 2000, especialmente la rentabilidad económica, mientras que el porcentaje de dividendos repartido en 2000 es un 6% superior al repartido en 1995.

### **3.2.2. Resultados del MDS**

Los resultados del escalamiento multidimensional útiles de cara a la extracción de conclusiones que contrasten las hipótesis planteadas son de naturaleza doble:

Por un lado, el MDS permite obtener el mapa de desemejanzas de las empresas respecto de sus atributos de gobierno corporativo, gestión y rentabilidad, dadas unas condiciones de entorno. Este mapa es la representación gráfica de la configuración de estímulos derivada, y, por tanto, permite situar visualmente a cada empresa respecto de las demás en función de las diferencias que entre ellas existen en cuanto a dichos atributos. Es muy importante comprender que una empresa es *diferente* de las demás no por el hecho de ser muy diferente en una única variable, sino porque difiere en todas las variables discriminantes de manera simultánea, y eso la hace "única" o diferente de las demás. Los mapas de posicionamiento de los 8 modelos pueden consultarse en el Anexo 5.

Por otro lado, el tratamiento de datos permite obtener el significado de las dimensiones del mapa de desemejanza y por tanto interpretar mejor los resultados. En estas dimensiones se agrupan los atributos de gobierno corporativo, rentabilidad, gestión y entorno de cada empresa y, por tanto, su significado permite explicar las

desemejanzas de cada empresa respecto de las demás en cuanto a dichos atributos. Para cada dimensión de cada modelo, se hallan las variables denominadas "discriminantes" y las llamadas "de mayor peso"<sup>29</sup>. Ambas dan significado a la dimensión en cuestión, por tanto determinan el posicionamiento de cada empresa en el mapa de desemejanzas. Si bien las de "mayor peso" dan significado a las dos dimensiones del mapa en cuestión, las "discriminantes" sólo tienen peso específico en una de las dos dimensiones. Por esta razón, estas últimas son las únicas que efectivamente permiten discriminar unas empresas de otras.

Dadas las condiciones de entorno normativo y bursátil de los años 1995 y 2000 en España, el procesamiento de datos con MDS ha llevado a los siguientes resultados.

### **a) Modelo general**

El Cuadro 4 resume los resultados de la aplicación del MDS al modelo general de 1995 y al de 2000. Estos resultados se refieren siempre a la totalidad de atributos de gobierno corporativo de las empresas estudiadas.

Existen algunas empresas que se diferencian especialmente de las demás respecto de las variables discriminantes del modelo. En concreto, estas empresas son:

En 1995, los grandes bancos (BBV, BCH y Santander) se diferencian de las demás empresas por su peso específico en la vinculación de sus consejos de administración con su propiedad. En 2000, BBVA y SCH se diferencian de las demás empresas por el tamaño de sus consejos y por su distribución accionarial<sup>30</sup>.

La empresa Telefónica se diferencia, en 1995, fundamentalmente por la presencia del estado y de sociedades extranjeras en su propiedad, por el tamaño de su consejo y por la independencia de sus miembros. Su desemejanza está determinada, en 2000, por la vinculación entre su consejo y su propiedad, por la independencia de su consejo y por la presencia de sociedades en el órgano rector.

Argentaria (sólo año 1995) se sitúa en el mapa de desemejanza muy cerca del punto de cruce de las dos dimensiones, muy cerca del valor "0" para ambas dimensiones, lo que la hace representativa del "punto de equilibrio" de todas las variables discriminantes. Esta posición particular de la empresa en el mapa de desemejanza también la hace especialmente diferente de las demás.

Por otro lado, los resultados del Cuadro 4 permiten extraer los siguientes referidos a la evolución, de 1995 a 2000, del panorama general de las empresas del Ibex 35:

Tanto en 1995 como en 2000, las empresas del Ibex 35 mantienen unas estructuras generales subyacentes de gobierno corporativo muy similares entre sí, aunque esta situación es más patente en 2000 que en 1995. Las mismas variables de gobierno corporativo se mantienen como discriminantes en uno y otro año. Éstas son: la vinculación entre consejo y propiedad, por un lado, y el tamaño y la independencia del consejo por otro. Los grandes bancos y la empresa Telefónica mantienen en uno y otro año su posición significativamente diferenciada de la del

---

<sup>29</sup> Una vez aplicado el MDS y hallada la configuración de estímulos derivada, las variables discriminantes y las de mayor peso se obtienen o bien a través de la regresión múltiple de las variables del estudio junto con las dimensiones obtenidas, o bien a través del cálculo de distancias euclídeas de las disparidades obtenidas (CUENCA TADEO, 2002).

<sup>30</sup> Concretamente, en el modelo general del año 2000, las variables discriminantes más importantes en el posicionamiento de los bancos BBVA y SCH son el número de consejeros, la presencia de accionistas mayoritarios en la propiedad y la participación de las cajas de ahorros en la propiedad (estas dos últimas variables definen la distribución accionarial). En el caso de estos bancos, estas dos últimas variables toman el valor cero, lo que significa que la ausencia de estos propietarios en su capital las hace especialmente diferentes del resto de empresas estudiadas.

resto de empresas estudiadas, aunque las variables que estas empresas dominan son distintas en ambos años.

*Cuadro 4*

**Resultados del MDS aplicado al modelo general**

	<b>Resultados <i>modelo general</i> (95)</b>	<b>Resultados <i>modelo general</i> (00)</b>
Variables que determinan desemejanzas entre las empresas del Ibex 35 discriminando claramente entre unas y otras	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Vinculación entre consejo de administración y propiedad</li> <li>- Tamaño del consejo</li> <li>- Independencia del consejo</li> <li>- Presencia del estado en la propiedad</li> <li>- Presencia de los inversores extranjeros en la propiedad</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Vinculación entre consejo de administración y propiedad</li> <li>- Tamaño del consejo</li> <li>- Presencia de sociedades en el consejo</li> <li>- Independencia del consejo</li> <li>- Existencia de accionistas mayoritarios en la propiedad</li> <li>- Presencia de las cajas de ahorros en la propiedad</li> </ul>
Variables que determinan desemejanzas entre las empresas del Ibex 35 sin llegar a discriminar entre unas y otras	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Remuneración de los consejeros</li> <li>- Presencia de consejeros cruzados</li> <li>- Concentración de la propiedad</li> <li>- Tamaño de la empresa</li> <li>- Autonomía financiera</li> <li>- Política de dividendos de la empresa</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Remuneración de los consejeros</li> <li>- Presencia de consejeros cruzados</li> <li>- Concentración de la propiedad</li> <li>- Presencia de sociedades extranjeras en la propiedad</li> <li>- Tamaño de la empresa</li> <li>- Política de dividendos de la empresa</li> </ul>
Posición de las empresas del Ibex 35 en el mapa de desemejanzas	<ul style="list-style-type: none"> <li>- En general se asemejan mucho</li> <li>- Se agrupan por sectores de actividad: grandes bancos (BBV, BCH y Santander), eléctricas (Endesa, Unión Fenosa, Sevillana y Fecsa), constructoras (FCC, Dragados y Cubiertas).</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- En general se asemejan mucho</li> <li>- La mayoría se sitúa muy cerca del punto de cruce de las dos dimensiones (valor "0") → la mayoría de las empresas no domina significativamente ninguna de las dos dimensiones</li> </ul>
Posiciones particulares dentro del mapa de desemejanzas	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Los grandes bancos (BBV, BCH y Santander).</li> <li>- Telefónica</li> <li>- Argentaria</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Los grandes bancos (BBVA, BSCH).</li> <li>- Telefónica</li> </ul>

*Fuente:* elaboración propia.

La distribución accionarial cambia sustancialmente de un año a otro: si bien en 1995 la propiedad estatal y la extranjera eran discriminantes, dejan de serlo en 2000 a favor de la presencia de algún accionista con más del 50% de propiedad y de las cajas de ahorros como propietario significativo. Siguen teniendo fuerte peso específico en ambos años la remuneración de los consejeros, la presencia de consejeros cruzados y la concentración de la propiedad. Sin embargo, no permiten en ninguno de los años discriminar entre empresas. El tamaño de la empresa (volumen de activos y número de empleados) y la política de dividendos también mantienen su peso específico en ambos años, sin permitir la discriminación entre empresas.

### ***b) Consideración de los modelos parciales***

Este apartado desvela los resultados del análisis comparativo entre los cuatro modelos (sus mapas y el significado de sus dimensiones) y del análisis evolutivo entre los dos años del estudio. Se ha hallado que:

En 2000, los atributos de propiedad de las empresas del Ibex 35 adquieren mayor fuerza que los de consejo a la hora de determinar la posición relativa de estas compañías. Además, los atributos individuales de propiedad de las empresas del Ibex 35 adquieren una especial fuerza en el posicionamiento de las compañías en comparación con los atributos individuales de consejo: de un solo atributo con peso específico se pasa a cinco (de tres a dos en el caso de los atributos de consejo). Entre 1995 y 2000, los atributos de gestión y rentabilidad de las empresas del Ibex 35 mantienen su capacidad de determinar la posición relativa de unas compañías respecto de las otras. Además, en estos años, apenas cambia el panorama de las empresas especialmente distantes de las demás: éstas siguen perteneciendo únicamente al sector bancario, al sector telecomunicaciones y al sector energético.

Finalmente, los atributos más significativos en la evolución del gobierno corporativo de las empresas del Ibex 35 se corresponden con las variables que, entre 1995 y 2000, mantienen su poder, su peso específico a la hora de posicionar unas empresas respecto de las otras. Éstas son las siguientes: el porcentaje de consejeros independientes, la concentración de la propiedad, el tamaño de la empresa (volumen de activos en 1995 frente al número de empleados en 2000) y todas las variables de rentabilidad.

### **3.3. Cumplimiento de las hipótesis**

#### ***H1: La publicación de los códigos de buen gobierno ha producido cambios en el panorama general de gobierno corporativo de las empresas del Ibex 35***

Esta primera hipótesis se cumple ya que la estructura de relación subyacente entre las empresas del Ibex 35 cambia después de la aparición de los códigos de buen gobierno (año 2000) en comparación con la situación anterior a dicha aparición (año 1995): en el año 2000 aparece un panorama más homogéneo de características de gobierno corporativo que en 1995. Este cambio se produce tanto en el modelo general como en los modelos parciales del MDS.

Los resultados del MDS dicen que en 2000, en comparación con 1995, las empresas siguen asemejándose mucho entre ellas, y que la vinculación entre consejo y propiedad así como el tamaño del consejo y el grado de independencia del mismo siguen siendo las variables clave a la hora de diferenciar unas empresas de otras. Además, la remuneración de los consejeros, la presencia de consejeros cruzados y la concentración de la propiedad continúan presentado un peso específico importante en el posicionamiento de las compañías. Finalmente, los grandes bancos, la empresa Telefónica y el sector energético mantienen su posición especialmente diferente de las demás en cuanto a su estructura de gobierno corporativo. Sin embargo, la distribución accionarial de las empresas ha cambiado sustancialmente, así como el tipo de propietarios, a la hora de determinar las diferencias entre unas y otras empresas. Además, después de la aparición de los códigos de buen gobier-



no los atributos relativos a la propiedad de las empresas aparecen como más importantes a la hora de definir la fotografía general del gobierno corporativo de cada empresa.

## **H2: *Las empresas del Ibex 35 siguen muy selectivamente las recomendaciones de los códigos de buen gobierno***

Los resultados permiten confirmar esta segunda hipótesis. De acuerdo con la estadística descriptiva, las empresas cumplen en cuanto al reglamento interno del consejo, al tamaño del consejo, y a los incentivos en la remuneración, pero no cumplen en cuanto al papel del secretario, a la independencia del consejo, a la consejería cruzada y al importe de la remuneración de los consejeros.

El hecho de que el tamaño de consejo deje de ser significativo a la hora de posicionar a las empresas (método MDS) entre 1995 y 2000 confirmaría el cumplimiento de las compañías en este sentido (mayor homogeneidad entre empresas que implica menor poder discriminatorio de la variable). Algo parecido ocurre con la consejería cruzada que pasa, en 2000, a contar con poder sobre la definición del panorama general de gobierno corporativo, con lo que se confirmaría su no cumplimiento. Además, el tema de la independencia es de especial relieve cuando los resultados del MDS dicen que esta variable representa el único atributo de consejo de administración que mantiene, entre 1995 y 2000, su poder discriminatorio entre empresas: si en 1995 la independencia determinaba la posición de las empresas unas respecto de otras, con la publicación de los códigos esto no cambia. De nuevo se corrobora el no cumplimiento.

Por tanto, queda confirmado que se cumplen algunas recomendaciones, otras claramente no.

## **H3: *El grado de cumplimiento de las recomendaciones que las empresas han decidido seguir es muy bajo***

Son básicamente los resultados de la estadística descriptiva los que confirman esta tercera hipótesis. La información del Anexo 4 (qué datos reales arroja la estadística descriptiva) junto con las recomendaciones de los códigos considerados, ayuda a entender el cumplimiento de esta hipótesis. Por un lado, las empresas del Ibex 35 cumplen plenamente con dos recomendaciones de entre las estudiadas: el requisito de contar con un reglamento interno específico para sus consejos de administración, y el de incorporar incentivos en la retribución de los consejeros, y se acercan ligeramente a las recomendaciones sobre el tamaño de consejo sugeridas por los códigos. Por otro lado, las empresas se alejan de la mayoría de las recomendaciones contempladas en este estudio, es decir, de aquéllas relacionadas con la independencia del órgano rector: figura del secretario, porcentaje de consejeros independientes, consejería cruzada, presidentes ejecutivos e importe de la remuneración de los consejeros.

## **H4: *Existen diferencias entre las distintas empresas del Ibex 35 en el cumplimiento de los códigos de buen gobierno***

La hipótesis 4 también se cumple. La estadística descriptiva y el MDS permiten llegar a tal conclusión: ambos métodos estadísticos arrojan resultados en los que determinadas empresas presentan comportamientos especialmente diferentes del resto. Estas empresas son los grandes bancos (fundamentalmente BBVA y SCH) para los que la estadística descriptiva ha confirmado su especial alejamiento de las recomendaciones de los códigos y para los que el MDS, en los

8 modelos generados, presenta como las empresas más desemejantes del resto. Han de incluirse en este grupo de empresas a Telefónica, al resto de bancos (Popular y Bankinter) y a las empresas energéticas (Endesa, Iberdrola, Unión Fenosa y Repsol), aunque menos alejadas de las demás y acercándose en el tiempo (de 1995 a 2000) al resto de empresas con posiciones muy similares entre sí.

**H5: *Existe un modelo general de gobierno corporativo de las empresas del Ibex 35. El modelo general de gobierno corporativo de las empresas del Ibex 35 se sitúa en un lugar intermedio entre los modelos monista y dual de Yoshimori***

A pesar de las diferencias puntuales desveladas en la hipótesis 4, sí es posible decir que, en 2000, existe un modelo de gobierno corporativo propio de las empresas del Ibex 35. Los resultados del MDS ofrecen, para ambos años pero especialmente para el 2000, un panorama general de empresas muy similares entre sí, y esto para cada uno de los cuatro modelos considerados en el año (siempre salvando las excepciones de la hipótesis 4). Es posible definir este modelo, en términos tanto de propiedad como de consejo de administración. Se trata de empresas con un consejo de administración generalmente muy vinculado a la propiedad de la empresa, que puede calificarse como de muy poco independiente. Además, las empresas tienen una propiedad concentrada (31% de la propiedad en manos de tres accionistas) aunque con tendencia a la dispersión, y significativamente en manos de sociedades extranjeras (8% de la propiedad directa). Como características secundarias han de destacarse el género de los consejeros que es básicamente masculino, la tendencia de estas empresas a incorporar sociedades entre sus consejeros, y la presencia de las cajas de ahorros en el grupo de propietarios significativos (2% de la propiedad directa).

Si bien las características del modelo del Ibex 35 relativas al consejo de administración encajan mucho con la descripción del modelo monista o anglosajón de Yoshimori, las relativas a la propiedad se acercan mucho más a las propias del modelo dualista o alemán (con una filosofía de control más bien basada en mecanismos internos, es decir, muy vinculados a la idea de que propiedad significa derecho y deber de control). Por tanto, el modelo español parece ser un híbrido entre el anglosajón y el alemán. Sin embargo, dos son las puntualizaciones que se desprenden de esta conclusión.

En primer lugar, apoyar a aquellos autores que precisan que el modelo español es un modelo "continental" al referirse al hecho de que, precisamente, está a caballo entre el modelo anglosajón y el alemán. Sin embargo, no se puede equiparar el modelo español con el francés, belga o japonés, estándartes los tres del denominado modelo "continental". En el modelo español la filosofía *shareholders* está menos contaminada ya que la evidencia empírica de este trabajo dice que la presencia de trabajadores en el consejo de administración es prácticamente inexistente, que el estado no juega un papel tan importante en el gobierno corporativo de las empresas, y que existe un tipo de accionista significativo que no busca el control interno sino los mecanismos de mercado a través de tomas de posición de control sobre las empresas del Ibex 35 sobre las que luego no ejerce papel alguno en el gobierno de las mismas: las sociedades extranjeras, fundamentalmente el banco The Chase Manhattan Bank. Por tanto, el modelo de gobierno corporativo de las empresas del Ibex 35 está más cercano al modelo monista de lo que lo están otros modelos considerados como "continentales".

Como segunda puntualización decir que el código Olivencia no toma en consideración el tipo de modelo de gobierno corporativo propio de nuestras sociedades anónimas, y directamente ofrece recomendaciones tomadas de los códigos de buen



gobierno propios de países del modelo monista (concretamente, del código Cadbury del Reino Unido). Esto podría explicar, en cierta medida, los malos resultados en cuanto a la aplicación de las recomendaciones que se presentaron en conclusiones precedentes<sup>31</sup>.

---

<sup>31</sup> Sin embargo, tampoco puede descartarse la posibilidad de que el "mal cumplimiento" sea simplemente reflejo de que entre la fecha de publicación de los códigos de buen gobierno y la del estudio ha transcurrido un tiempo quizás insuficiente para que los cambios se perciban claramente.

## 4. Conclusiones

La publicación de los códigos de buen gobierno ha cambiado el panorama general de gobierno corporativo de las empresas del Ibex 35 haciéndolas más parecidas entre sí. Pero los atributos clave de dicho panorama se mantienen en ambos años, por lo que el cambio no puede calificarse como de sustancial.

Parece además que las empresas del Ibex 35 cumplen con los aspectos más "formales" de los códigos de buen gobierno, aquéllos más fácilmente publicables, pero olvidan los esenciales que garantizarían el funcionamiento eficiente del órgano rector. 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 todavía la transparencia informativa es más escasa, el esfuerzo es mínimo o inexistente, incluso las compañías se permiten a sí mismas el alejamiento de lo recomendado. Las empresas del Ibex 35 cumplen pues muy selectivamente las recomendaciones de los códigos de buen gobierno. Además, el grado de cumplimiento de aquellas recomendaciones que han decidido seguir es globalmente muy bajo, especialmente en el caso de determinadas empresas (grandes bancos, Telefónica y empresas energéticas, fundamentalmente) que presentan un panorama de gobierno corporativo especialmente diferente del resto.

Finalmente, se ha producido evidencia de que existe un modelo de gobierno corporativo propio de las sociedades del Ibex 35, y de que este modelo, a caballo entre el anglosajón y el alemán, está sin embargo más cercano al modelo monista de lo que lo están los modelos de los países considerados como "mixtos" (Francia, Bélgica o Japón).

Visto lo anterior, sería recomendable que las iniciativas sobre la reforma del gobierno corporativo en España adoptaran una posición independiente respecto de cualquier otro lugar del mundo. Es necesario que se piense en términos de la idiosincrasia española, ya que no sirve de mucho ofrecer pautas de comportamiento propias de países en los que el sistema de gobierno corporativo es significativamente diferente del español. Se han de comprender bien la cultura empresarial española, la situación y el funcionamiento de los mercados bursátiles del país, y las variables que más claramente definen cómo se gobiernan sus empresas cotizadas: propiedad concentrada, mecanismos internos de gobierno y filosofía *shareholders*. Con esta comprensión será posible reconocer si, efectivamente, estas características están o no dando respuesta a los objetivos empresariales en la medida y alcances requeridos, y si cumplen o no con las expectativas de los grupos de interés que realmente se involucran en la definición de dichos objetivos. Por eso es importante saber qué ocurre aquí, y no en otras culturas diferentes.

Sin embargo, desde el año 2000 (último año del presente estudio empírico) se han producido cambios importantes en el entorno normativo relativo al gobierno corporativo, tanto a escala nacional como internacional<sup>32</sup>. Esto exige una continuidad en la investigación, incorporando datos de años posteriores al 2000 y posible-

---

<sup>32</sup> Mencionar, tan sólo a título ilustrativo, el Código Aldama, el Informe Winter o el nuevo Código de buen gobierno de la OCDE.

mente también otras empresas cotizadas además de las del Ibex 35. Se exige asimismo seguir con la comparación entre el "antes" y el "después" de los códigos de buen gobierno. Sería igualmente interesante poder combinar la técnica estadística del MDS con otras técnicas que permitan concretar más detalladamente las conclusiones a las que se llegue sobre el panorama general de gobierno corporativo en España, panorama que sin duda sigue cambiando.

## 5. Bibliografía

ALLEN, W. T. (1998). "The Corporate Director's Fiduciary Duty of Care and the Business Judgement Rule". En HOPT, K. J. y otros (editores), *Comparative Corporate Governance – The State of the Art and Emerging Research* -. Clarendon Press. pp. 307-337.

ARCE, C. (1993). *Escalamiento multidimensional. Una técnica multivariante para el análisis de datos de proximidad y preferencia*. Promociones y Publicaciones Universitarias.

BECHT, M. y ROËLL, A. (1999). "Blockholdings in Europe: An international comparison". *European Economic Review*. Vol. 43, nº 4-6. pp. 1049-1056.

BERLE, A. A. y MEANS, G. C. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. Macmillan.

BILBAO CALABUIG, P. (2003). *Prácticas de buen gobierno y eficiencia empresarial: un modelo de gobierno corporativo para las empresas del Ibex 35*. Tesis doctoral, Universidad Pontificia Comillas de Madrid.

BRICKLEY, J. A., LEASE, R. C. y SMITH, C. W. (1988). "Ownership Structure and Voting on Antitakeover Amendments". *Journal of Financial Economics*. Vol. 20, nº 1-2. pp. 267-291.

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.

DE LA CALLE NORIEGA, G. (1996). "El control de la gestión de la empresa: el consejero independiente". *Icade – La Empresa*, nº 39. pp. 107-120.

EGUIDAZU, S. (1996). "El conflicto entre propiedad y gestión en la empresa española". En AB ASESORES (editor). *El gobierno de la empresa*. AB Asesores. pp. 19-23.

EISENBERG, M. A. (1989). "The Structure of Corporation Law". *Columbia Law Review*. Vol. 89, nº 7. pp. 1461-1512.

FAMA, E. F. y JENSEN, M. C. (1983). "Separation of Ownership and Control". *Journal of Law and Economics*. Vol. 26, nº 2. pp. 301-325.

FERNÁNDEZ RODRÍGUEZ, Z. y NIETO, M. J. (2002). "International Involvement of SMEs: the Impact of Ownership". *Documentos de trabajo "Business Economics Series"*. Cátedra de Iniciativas Empresariales y Empresa Familiar, Sección de Organización de Empresas, Universidad Carlos III de Madrid, documento de trabajo nº 02-58(21).

GEDAJLOVIC, E. R. y SHAPIRO, D. M. (1998). "Management and Ownership Effects: Evidences from Five Countrysies". *Strategic Management Journal*. Vol. 19, nº 6. pp. 533-553.

GUILLÉN, M. F. (2000). "Corporate Governance and Globalization: Is There Convergence Across Countries?". *Advances in Comparative International Management*. Vol. 13. pp. 175-204.

HART, O. y MOORE, J. (1995). "Debt and Seniority: An Analysis of Role of Hard Claims in Constraining Management". *American Economic Review*. Vol. 85, nº 3. pp. 567-585.

HUSE, M. (2002). "Recent Board Research: Insights from across Europe on Innovations in Practice, Teaching and Research about Boards of Directors and Corporate Governance". *IInd Annual Conference on Innovative Research in Management*. European Academy of Management. Estocolmo. 9-11 de mayo.

JENSEN, M. C. (1989). "Eclipse of the Public Corporation". *Harvard Business Review*. Vol. 67, nº 5. pp. 61-74.

JENSEN, M. C. (1996). "The Free Cash Flow Dilemma: The United States Experience". En AB ASESORES (editor). *El gobierno de la empresa*. AB Asesores. pp. 119-135.

JENSEN, M. C. y MECKLING, W. H. (1976). "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics*. Vol. 3, nº 4. pp. 305-360.

MATAIX, J. (1997). "Consejos de administración e inversor institucional". En CÍRCULO DE EMPRESARIOS (editor). *Los Consejos de Administración españoles en una economía globalizada*. Círculo de Empresarios. pp. 325-340.

MONKS, R. A. y MINOW, N. (2001). *Corporate Governance*. Blackwell Publishers.

PORTER, M. E. (1992). *Capital Choices: Changing the Way America Invests in Industry*. Informe de investigación para el Council of Competitiveness copatrocinado por la Harvard Business School.

POUND, J. (1988). "Proxy Contests and the Efficiency of Shareholder Oversight". *Journal of Financial Economics*. Vol. 20, nº 1-2. pp. 237-265.

SALAS FUMÁS, V. (2002). *El gobierno de la empresa*. Servicio de Estudios de La Caixa.

SCHUMPETER, J. A. (1952). *Capitalismo, socialismo y democracia*. Aguilar.

SPENCER STUART (2001). *Índice Spencer Stuart de Consejos de Administración*. Ediciones de Spencer Stuart.

YOSHIMORI, M. (1997). "¿De quién es la empresa? El concepto de corporación en Japón y Occidente". *Harvard DEUSTO Business Review*. Nº 77. pp. 58-70.

## Anexos

### Anexo 1: Conjunto de empresas estudiadas

Empresas del Ibx 35 a 31-dic-95	Empresas del Ibx 35 a 29-dic-00	Empresas estudiadas a 31-dic-95	Empresas estudiadas a 29-dic-00	
<b>Acerinox</b>	Acciona	Acerinox	Acciona	
<b>Aguas de Barna.</b>	Aceralia	Aguas de Barna.	Acerinox	
Amper	<b>Acerinox</b>	Argentaria	Aguas de Barcelona	
Argentaria	ACS	ACESA	Altadis	
Asturiana del Zinc	<b>Aguas de Barna.</b>	B. Bilbao Vizcaya	ACESA	
Aumar	Altadis	B. C. Hispano	BBVA	
<b>ACESA</b>	Amadeus	Banco Popular	Banco Popular	
B. Bilbao Vizcaya	<b>ACESA</b>	Banco Santander	BSCH.	
B. C. Hispano	BBVA	Bankinter	Bankinter	
<b>Banco Popular</b>	<b>Banco Popular</b>	C. C. Continente	C. C. Carrefour	
Banco Santander	BSCH	C. C. Pryca	Corp. Fin. Alba	
Banesto	Bankinter	Corp. Fin. Alba	Drag. y Constr.	
<b>Bankinter</b>	C. C. Carrefour	Cubiertas y Mzov	Endesa	
C. C. Continente	<b>Corp. Fin. Alba</b>	Drag. y Constr.	FCC	
C. C. Pryca	<b>Drag. y Constr.</b>	Endesa	Gas Natural, SDG	
<b>Corp. Fin. Alba</b>	<b>Endesa</b>	FCC	Hidro. del Cant.	
Corporación Mapfre	<b>FCC</b>	FECSA	Iberdrola	
Cubiertas y Mzov	<b>Gas Natural, SDG</b>	Gas Natural, SDG	Repsol-YPF	
<b>Drag. y Constr.</b>	Grupo Ferrovial	Hidro. del Cant.	Telefónica Esp.	
Ence	<b>Hidro. del Cant.</b>	Iberdrola	Unión Ele. Fenosa	
<b>Endesa</b>	<b>Iberdrola</b>	Repsol	Vallehermoso	
<b>FCC</b>	Indra	Sevill. de Electr.		
FECSA	NH Hoteles	Tabacalera		
<b>Gas Natural, SDG</b>	Prisa	Telefónica Esp.		
<b>Hidro. del Cant.</b>	Red Eléctrica	Unión Ele. Fenosa		
<b>Iberdrola</b>	Repsol-YPF	Vallehermoso		
Metrovacesa	Sogecable	<b>26 empresas</b>		<b>21 empresas</b>
Repsol	Sol Meliá			
Sevill. de Electr.	<b>Telefónica Esp.</b>	<b>Empresa:</b> Misma entidad en ambos años		
Tabacalera	Telepizza			
<b>Telefónica Esp.</b>	Terra	<b>Empresa:</b> Distintas entidades en cada año, pero con hecho relevante que las vincula		
<b>Unión E. Fenosa</b>	TPI Páginas			
Uralita	<b>Unión E. Fenosa</b>			
<b>Vallehermoso</b>	<b>Vallehermoso</b>			
Viscofán	Zeltia			
<b>35 empresas</b>	<b>35 empresas</b>			

Fuente: Elaboración propia.



## Anexo 2: Variables del estudio

Cuadro 1  
**Variables externas**

Variable	Definición
Existencia de códigos de buen gobierno ( <b>cod_eti</b> )	Los dos códigos de buen gobierno estudiados (código Olivencia y código de la OCDE) han sido publicados: las empresas tienen acceso a ellos
Importancia de las Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs) en España ( <b>num_opa</b> )	Número anual de operaciones de OPA registradas en la CNMV, de decir, tramitadas y autorizadas <sup>a</sup>
Inversión extranjera en sociedades cotizadas en España ( <b>inv_ext</b> )	Compras anuales de acciones de sociedades cotizadas en España, por parte de no residentes, en mercado secundario
Empresas cotizadas en el mercado continuo español ( <b>emp_cot</b> )	Número de empresas cotizadas a final de año en el mercado continuo español
Evolución del índice Ibx 35 ( <b>cot_ibe</b> )	Tasa de variación del valor del índice bursátil Ibx 35 en el año: $\frac{((\text{valor de cierre del último día del año}) - (\text{valor inicial del primer día del año}))}{(\text{valor inicial del primer día del año})} \times 100$

Cuadro 2  
**Variables internas: consejo de administración**

Variable	Definición
Existencia en la empresa de un reglamento interno de conducta del consejo de administración ( <b>reg_con</b> )	A final de año la empresa cuenta con un reglamento interno de conducta específico para el consejo de administración <sup>a</sup> , aprobado por el mismo y comunicado a la CNMV, pudiendo ser consultado, a junio de 2002, en la página <i>web</i> de la misma
Tamaño del consejo ( <b>num_con</b> )	Número de miembros VOCALES del consejo de administración al final del año <sup>b</sup> . No se incluyen los secretarios – salvo que reúnan la condición de vocales – ni los miembros honoríficos
Importancia del secretario del consejo ( <b>sec_con</b> )	El (los) secretario(s) del consejo de administración es (son) también miembro(s) vocal(es) del mismo
Importancia de los miembros del consejo independientes ( <b>ind_con</b> )	A final de año: $100 \times (\text{número de vocales independientes}) / (\text{número total de vocales})$ Los miembros "independientes" no ocupan puestos ejecutivos en la empresa Y no detentan participación significativa <sup>c</sup> en la propiedad de la empresa <sup>d</sup>
Importancia de los miembros del consejo cruzados ( <b>cru_con</b> )	A final de año: $100 \times (\text{número de vocales cruzados}) / (\text{número total de vocales})$ Los miembros vocales "cruzados" son simultáneamente miembros vocales de varias de las empresas estudiadas
Importancia de los miembros femeninos del consejo ( <b>fem_con</b> )	A final de año: $100 \times (\text{número de vocales femeninos}) / (\text{número total de vocales})$
Importancia de las sociedades como miembros del consejo ( <b>emp_con</b> )	A final de año: $100 \times (\text{número de vocales sociedades}) / (\text{número total de vocales})$
El presidente del consejo es ejecutivo ( <b>dir_con</b> )	El presidente (no honorífico) del consejo de administración es ejecutivo: es consejero delegado, o director general, o pertenece al comité de dirección o a la comisión ejecutiva
Remuneración total anual media de cada miembro del consejo <sup>e</sup> ( <b>rem_con</b> )	Para el año: $(\text{remuneración total anual del consejo}) / (\text{número total de miembros del consejo})$ Incluye cualquier concepto retributivo SALVO préstamos o créditos y opciones sobre acciones <sup>f</sup>



<b>Variable</b>	<b>Definición</b>
En la remuneración de los miembros del consejo existen incentivos a la eficiencia de la empresa ( <b>inc_con</b> )	En la memoria legal de la empresa se especifica que, en el año, la remuneración total a los miembros del consejo de administración está compuesta, al menos en parte, por participación en los beneficios de la empresa u opciones sobre acciones

- a no se consideran otros tipos de códigos de conducta internos, como por ejemplo los códigos de conducta en los mercados de valores.
- b no siempre la composición del consejo de administración presentada por las empresas en las fuentes de datos de esta variable coincide exactamente con la existente el último día hábil del año. En esos casos se ha corregido el dato con la información ofrecida por la página web de la CNMV referente a los nombramientos de los miembros del consejo.
- c participación significativa directa y/o indirecta en la propiedad de la empresa.
- d existen miembros vocales de los consejos de administración de las empresas estudiadas cuya participación es muy cercana al 0% y, sin embargo, aparecen en los ficheros de "participaciones Significativas" de la CNMV; este tipo de consejeros se considera no independiente porque a pesar de su pequeña participación, sí están vinculados a la propiedad de la empresa.
- e se tienen en cuenta todos los miembros del consejo de administración, los vocales y los honoríficos o no vocales – por ejemplo el secretario no vocal.
- f se entiende por "cualquier concepto" las retribuciones a los miembros ejecutivos, la participación en beneficios, las aportaciones a planes de pensiones y seguros, las remuneraciones derivadas de la participación en los consejos de otras sociedades del grupo y, en general, cualquier retribución cuyo devengo o pago sea fácilmente imputable a la totalidad del consejo de administración. Al no cumplir este último requisito, no se incluyen ni préstamos o créditos que la empresa hace a los miembros, ni opciones sobre acciones.

### Cuadro 3

#### **Variables internas: estructura de la propiedad**

<b>Variable</b>	<b>Definición</b>
Concentración de la propiedad ( <b>pro_acc</b> )	A final de año: porcentaje de participación directa sobre la propiedad de la empresa que poseen los tres accionistas más importantes
Importancia de los accionistas mayoritarios ( <b>imp_acc</b> )	A final de año existe algún accionista que tenga una participación directa sobre la propiedad de la empresa de más del 50%
Accionistas mayoritarios miembros del consejo de administración ( <b>may_acc</b> )	A final de año: de entre los tres accionistas mayoritarios según participación directa en la propiedad de la empresa, cuántos son miembros vocales del consejo de administración
Importancia del presidente del consejo de administración en la propiedad de la empresa ( <b>pte_acc</b> )	A final de año: porcentaje de participación directa más indirecta sobre la propiedad de la empresa que posee el presidente del consejo de administración <sup>a</sup>
Importancia de los miembros del consejo de administración en la propiedad de la empresa ( <b>con_acc</b> )	A final de año: porcentaje de participación directa más indirecta sobre la propiedad de la empresa que poseen todos los miembros vocales del consejo de administración <sup>a</sup>
Importancia del estado español en la propiedad de la empresa ( <b>edo_acc</b> )	A final de año: porcentaje de participación directa sobre la propiedad de la empresa que posee el estado español a través de empresas públicas u otros organismos
Importancia de las cajas de ahorros españolas en la propiedad de la empresa ( <b>caj_acc</b> )	A final de año: porcentaje de participación directa sobre la propiedad de la empresa que poseen las cajas de ahorros españolas
Importancia de las sociedades extranjeras en la propiedad de la empresa ( <b>ext_acc</b> )	A final de año: porcentaje de participación directa sobre la propiedad de la empresa que poseen las sociedades extranjeras

- a no se consideran las participaciones poseídas por presidentes honoríficos ni por miembros no vocales.

Cuadro 4

**Variables de control: gestión de la empresa**

<b>Variable</b>	<b>Definición</b>
Volumen de activos ( <b>vol_act</b> )	Valor del Activo Neto Total en el balance de situación a 31 de diciembre antes de aplicación de resultados
Número de empleados ( <b>num_emp</b> )	A 31 de diciembre: número total de empleados o número medio de empleados en el año, según dato ofrecido por la empresa
Cifra de negocio ( <b>cif_neg</b> )	Valor del Importe Neto de la Cifra de Negocios <sup>a</sup> en cuenta de pérdidas y ganancias a 31 de diciembre
Autonomía financiera ( <b>aut_fin</b> )	Valor resultante de dividir el total de Acreedores a Largo Plazo por el Pasivo Total <sup>b</sup> . Valores de ambas partidas tomados del balance de situación a 31 de diciembre antes de aplicación de resultados
Empresa diversificada ( <b>emp_div</b> )	La empresa tiene, a final de año, participaciones directas o indirectas en la propiedad de empresas con actividad de negocios distinta a la(s) suya(s)
Empresa con filiales extranjeras ( <b>emp_int</b> )	La empresa tiene, a final de año, 50% o más de participación directa o indirecta en la propiedad de sociedades extranjeras

a En el caso BBVA (BBV y Argentaria para 1995), BSCH (BCH y Banco Santander para 1995), Bankinter y Banco Popular, en vez del valor de "Cifra de Negocios" se hace la suma de: Intereses y Rendimientos Asimilados, Rendimientos de la Cartera de Renta Variable, Comisiones Percibidas y Beneficios por Operaciones Financieras.

b En el caso de BBVA (BBV y Argentaria para 1995), BSCH (BCH y Banco Santander para 1995), Bankinter y Banco Popular, en vez del valor de "Acreedores a Largo Plazo" se hace la suma de: Entidades de Crédito, Débitos a Clientes, Débitos Representados por Valores Negociables y Otros Pasivos.

Cuadro 5

**Variables de eficiencia: rentabilidad de la empresa**

<b>Variable</b>	<b>Definición</b>
Rentabilidad económica de la empresa ( <b>ROA</b> )	Valor resultante de dividir el Beneficio de Explotación por el Activo Neto Total. Valores de ambas partidas tomados del balance de situación a 31 de diciembre antes de aplicación de resultados <sup>a</sup>
Rentabilidad financiera de la empresa ( <b>ROE</b> )	Valor resultante de dividir el Resultado Neto del Ejercicio por los Fondos Propios. Valores de ambas partidas tomados del balance de situación a 31 de diciembre antes de aplicación de resultados <sup>b</sup>
Rentabilidad para el accionista ( <b>DIV</b> )	Valor resultante de dividir el importe de Dividendos (correspondiente al beneficio del año en cuestión, propuesto por el consejo de administración y pendiente de aprobación en Junta General de Accionistas) sobre el Resultado Neto del Ejercicio

a En el caso de las entidades financieras, es decir, BBVA (BBV y Argentaria para 1995), BSCH (BCH y Banco Santander para 1995), Bankinter y Banco Popular, el valor del Beneficio de Explotación se calcula de la siguiente manera: Beneficio antes de impuestos +/- Resultados Extraordinarios + Saneamientos de Inmovilizaciones Financieras + Amortizaciones por Insolvencias.

b En el caso de las entidades financieras, es decir, BBVA (BBV y Argentaria para 1995), BSCH (BCH y Banco Santander para 1995), Bankinter y Banco Popular, el valor de los Fondos Propios se calcula de la siguiente manera: Beneficio del Ejercicio + Fondo para Riesgos Bancarios Generales + Pasivos Subordinados + Capital Suscrito + Primas de Emisión + Reservas + Reservas de Revalorización + Resultados de Ejercicios anteriores.



## **Anexo 3: Métodos estadísticos empleados**

### **a) Estadística descriptiva**

Se han utilizado estadísticos descriptivos estáticos que ofrecen una imagen resumida de la situación real de cada variable para el grupo de empresas estudiadas en dos instantes concretos (31 de diciembre de 1995 y 29 de diciembre de 2000). Estos estadísticos permiten englobar los datos de cada variable, dispersos entre las distintas empresas, en una noción de conjunto y sistematizando los casos particulares. Los utilizados han sido la media aritmética, la desviación típica, el coeficiente de variación de Pearson y los valores máximo y mínimo, para las variables cuantitativas; y la moda y la frecuencia de la moda para las variables cualitativas.

La estadística descriptiva dinámica se ha utilizado para aportar información sobre la evolución de los valores de las distintas variables de un año a otro, a través del cálculo de la tasa de variación de la media aritmética del año 1995 al año 2000, expresada en tanto por cien. Lógicamente, sólo ha sido posible calcular esta tasa de variación para las variables cuantitativas, siendo la simple comparación de la moda en ambos años lo que permite obtener información sobre la evolución de las variables cualitativas. Además, para aquellas variables cuantitativas cuya unidad de cuenta es monetaria, la tasa de variación se ha calculado sobre las medias aritméticas de los datos de estas variables en precios constantes y no reales<sup>1</sup>.

### **b) Escalamiento multidimensional**

El MDS es un método estadístico de posicionamiento. Esto es, permite construir modelos estáticos, modelos que describen una realidad compleja en un instante concreto. El objetivo, pues, de la aplicación de esta técnica no es el estudio evolutivo de las variables, sino la composición de un cuadro general de gobierno corporativo en España en un momento concreto del tiempo: en este caso, en dos momentos, antes y después de la aparición del código Olivencia y del código de la OCDE. De esta manera, será posible comparar los resultados obtenidos en ambos instantes de tiempo.

Aunque en su origen histórico – año 1860 – el escalamiento aparece como una teoría psicológica que permitía medir, cuantificar los atributos psicológicos<sup>2</sup>, este concepto se ha ido convirtiendo, con el tiempo, en una técnica de análisis de datos, y así adquiriendo un carácter más universal (ARCE, 1993). De hecho, hoy en día su uso es muy intensivo en diversos campos de la ciencia como la psicología, la sociología, la economía o la administración de empresas. El desarrollo de las tecnologías de la información ha favorecido la expansión del uso de esta técnica, hasta el punto de que se han llegado a definir múltiples algoritmos de MDS, y que los principales programas informáticos de tratamiento estadístico de datos incluyen dichos algoritmos entre sus opciones. En el caso concreto del presente estudio, y dada la naturaleza y la estructura de los datos a procesar, el algoritmo de MDS utilizado ha sido el denominado ALSCAL, y el modelo de escalamiento elegido ha sido el de Shepard-Kruskal<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> Este proceso se ha realizado utilizando como corrector el Índice de Precios al Consumo (en adelante IPC) de diciembre de 1995 y de diciembre de 2000, tomado como año base 1992. Los datos de dichos correctores se han tomado de la base TEMPUS que edita electrónicamente el Instituto Nacional de Estadística de España.

<sup>2</sup> El principio del proceso de medida de los atributos psicológicos es la obtención de una escala sobre la cual situar, posicionar el atributo medido. Esto es lo que se conoce como escalamiento.

<sup>3</sup> El programa ALSCAL (*Alternating Least Squares sCALing*) se debe a Takane, Young y de Leeuw (año 1987). Se trata de un algoritmo muy flexible que permite resolver modelos métricos y no-métricos, de

En el caso concreto de este trabajo, el planteamiento conceptual del MDS ha resultado muy sencillo. En el programa informático se introducen los datos expresamente recogidos para el estudio y denominados datos de perfil. Se denominan así porque cada dato representa una medida obtenida para un determinado objeto (empresa) en una determinada variable. Tras el cálculo de las distancias euclidianas entre cada par de empresas (considerando las treinta y dos variables), se obtiene un nuevo conjunto de datos, esta vez denominados datos de proximidad, que representan una medida de la desemejanza – recuérdese que se aplica el modelo de Shepard-Kruskal – entre cada una de las empresas del estudio respecto de las demás (desemejanza que queda medida por la distancia euclidiana entre cada empresa con las demás).

Será, precisamente, a partir de la matriz resultante de datos de proximidad que se aplique el algoritmo ALSCAL para obtener, como salida, una configuración de puntos denominada configuración de estímulos derivada. La configuración de estímulos derivada permite representar a cada estímulo u objeto (a cada empresa) por un punto en el espacio, y a las proximidades (disimilitudes) entre objetos por distancias euclidianas entre puntos. Esta representación en el espacio se denomina Mapa de Posicionamiento. La estimación de los valores de las coordenadas del mapa, pero sobre todo su interpretación en función de las variables utilizadas en el estudio, dará sentido a la desemejanza entre empresas respecto de los atributos considerados (respecto de las variables utilizadas). Y con esta información será posible representar el cuadro general de gobierno corporativo de las empresas del Ibex 35 antes y después de la publicación de los códigos de buen gobierno, haciendo especial énfasis en las diferencias que se producen entre unas empresas y otras.

---

dos o tres vías, y con un elevado número de opciones. Su limitación se encuentra en que sólo devuelve soluciones en espacios euclidianos.

Como rasgo central del modelo Shepard-Kruskal, cabe destacar que estos dos autores (años 1962 y 1964 respectivamente) se enfrentan al problema del escalamiento multidimensional con el objetivo de obtener unas distancias en la configuración geométrica que se relacionen con las desemejanzas. Basándose en que la disimilitud es suficiente para determinar la solución al tratamiento de datos, con este modelo se evitan ciertos supuestos que necesitan las técnicas dependientes de la variabilidad en cuanto a la distribución de los datos (ARCE, 1993).

## Anexo 4: Resultados de la estadística descriptiva

Cuadro 1  
Resultados de la estadística descriptiva para las variables cuantitativas

Variable	Unidad de medida	Media 1995	Desv. Típ. 1995	Coef. de var. 1995	Valor máx. 1995	Valor mín. 1995	Media 2000	Desv. Típ. 2000	Coef. de var. 2000	Valor máx. 1995	Valor mín. 1995	Tasa Var. de la media (1995 a 2000)
<b>VARIABLES EXTERNAS RELATIVAS A LOS MERCADOS FINANCIEROS ESPAÑOLES</b>												
<b>num_opa<sup>a</sup></b>	número de oper.	22	0	no procede	no procede	no procede	16	0	no procede	no procede	no procede	-27%
<b>inv_ext<sup>ab</sup></b>	Mil mill. de ptas.	3.455	0	no procede	no procede	no procede	44.365	0	no procede	no procede	no procede	1.024%
<b>emp_cot<sup>a</sup></b>	número de emp.	366	0	no procede	no procede	no procede	1.036	0	no procede	no procede	no procede	183%
<b>cot_ibe<sup>a</sup></b>	tanto por cien	17,180	0	no procede	no procede	no procede	-23,100	0	no procede	no procede	no procede	-234%
<b>VARIABLES INTERNAS RELATIVAS AL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN</b>												
<b>num_con</b>	número de cons.	17	7	40%	30	9	16	6	40%	32	9	-6%
<b>ind_con</b>	tanto por cien	33	26	80%	75	0	25	23	90%	83	0	-24%
<b>cru_con</b>	tanto por cien	22	15	68%	58	0	23	14	61%	47	0	5%
<b>fem_con</b>	tanto por cien	3	5	191%	20	0	2	3	198%	11	0	-33%
<b>emp_con</b>	tanto por cien	2	6	238%	27	0	7	11	168%	47	0	250%
<b>rem_con<sup>b</sup></b>	millones de ptas.	22	21	98%	81	4	44	52	118%	239	7	74%

Variable	Unidad de medida	Media 1995	Desv. Típ. 1995	Coef. de var. 1995	Valor máx. 1995	Valor mín. 1995	Media 2000	Desv. Típ. 2000	Coef. de var. 2000	Valor máx. 1995	Valor mín. 1995	Tasa Var. de la media (1995 a 2000)
<b>Variables internas relativas a la estructura de la propiedad</b>												
<b>pro_acc</b>	tanto por cien	38,858	24,582	63%	87,590	5,275	30,578	22,812	75%	73,244	0,173	-21%
<b>may_acc</b>	número de acc.	1	1	130%	2	0	1	1	95%	3	0	0%
<b>pte_acc</b>	tanto por cien	0,668	2,085	312%	9,415	0,000	1,725	5,926	344%	26,410	0,000	158%
<b>con_acc</b>	tanto por cien	3,059	5,138	168%	17,714	0,000	7,001	12,536	179%	49,686	0,001	129%
<b>edo_acc<sup>a</sup></b>	tanto por cien	14,256	22,034	155%	66,890	0,000	0,000	0	no procede	no procede	no procede	-100%
<b>caj_acc</b>	tanto por cien	2,586	8,093	313%	33,600	0,000	1,699	3,258	192%	10,010	0,000	-34%
<b>ext_acc</b>	tanto por cien	10,866	19,501	179%	80,610	0,000	8,272	11,222	136%	50,739	0,000	-24%
<b>Variables de control: tamaño y estructura financiera de la empresa</b>												
<b>vol_act<sup>b</sup></b>	millones de ptas.	1,847	3,008	163%	10,578	90.365	4.369.064	8.903.848	204%	32,207	56.978	107%
<b>num_emp</b>	número de per.	9.491	14.282	150%	70.875	29	6.699	10.956	164%	35.181	11	-29%
<b>cif_neg<sup>b</sup></b>	millones de ptas.	357.287	343.410	96%	1.372.674	0	359.678	576.269	160%	2.011.209	0	-12%
<b>aut_fin</b>	Núm. Veces	0,325	0,321	99%	0,922	0,001	0,366	0,293	80%	0,934	0,001	13%

Variable	Unidad de medida	Media 1995	Desv. Típ. 1995	Coef. de var. 1995	Valor máx. 1995	Valor mín. 1995	Media 2000	Desv. Típ. 2000	Coef. de var. 2000	Valor máx. 1995	Valor mín. 1995	Tasa Var. de la media (1995 a 2000)
<b>Variables de rentabilidad</b>												
<b>ROA</b>	número de veces	0,062	0,059	94%	0,279	-0,002	0,032	0,043	133%	0,179	-0,006	-48%
<b>ROE</b>	número de veces	0,108	0,054	50%	0,245	0,007	0,100	0,074	74%	0,274	-0,010	-7%
<b>DIV</b>	número de veces	0,634	0,404	64%	2,392	0,172	0,669	0,376	56%	1,743	0,000	6%

a Para aquellas variables cuantitativas con desviación típica igual a cero, no tiene sentido el cálculo del coeficiente de variación de Pearson ni los valores máximo y mínimo, puesto que no existen desviaciones en los valores de la variable respecto del dato medio (datos constantes para todas las empresas).

b Para aquellas variables cuya unidad de medida es monetaria, la tasa de variación se ha calculado sobre los valores reales, es decir, se han deflactado los valores de las medias de cada año (valores nominales), y se ha calculado la tasa de variación sobre estos nuevos valores reales, para evitar la distorsión de la inflación.

#### Cuadro 2

#### Resultados de la estadística descriptiva para las variables cualitativas

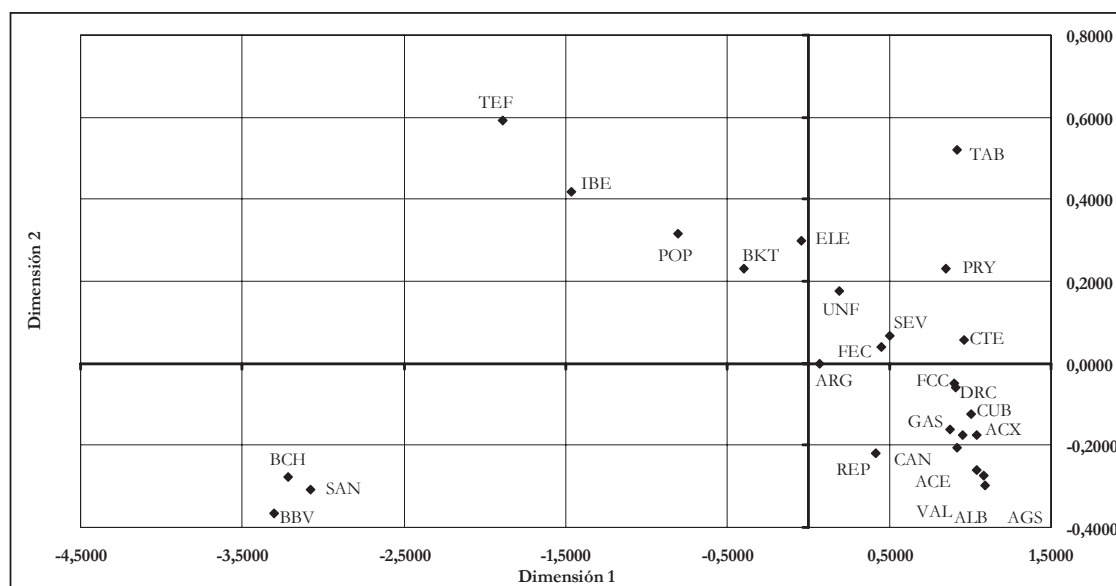
Variable	Valores posibles de la variable		Moda 1995	Frec. de la moda 1995	Moda 2000	Frec. de la moda 2000
<b>cod_eti</b>	0 (= "no"), 1 (= "sí")		0	100%	1	100%
<b>reg_con</b>	0 (= "no"), 1 (= "sí")		0	96%	0	62%
<b>sec_con</b>	0 (= "no"), 1 (= "sí")		0	77%	0	76%
<b>dir_con</b>	0 (= "no"), 1 (= "sí")		1	54%	1	62%
<b>inc_con</b>	0 (= "no"), 1 (= "sí, no existen incent."), 2 (= "sí, sí existen incent.")		0	62%	2	52%
<b>imp_acc</b>	0 (= "no"), 1 (= "sí")		0	77%	0	95%
<b>emp_div</b>	0 (= "no"), 1 (= "sí, div. relacionada"), 2 (= "sí, div. no relacionada")		2	81%	2	90%
<b>emp_int</b>	0 (= "no"), 1 (= "sí")		1	85%	1	100%



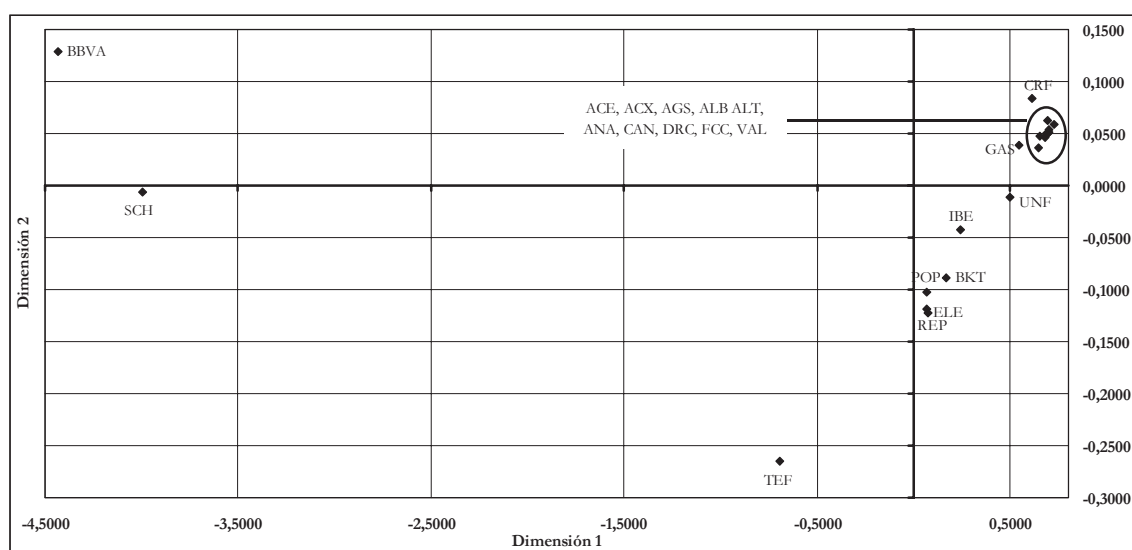


## Anexo 5: Mapas de posicionamiento obtenidos del tratamiento de datos con MDS

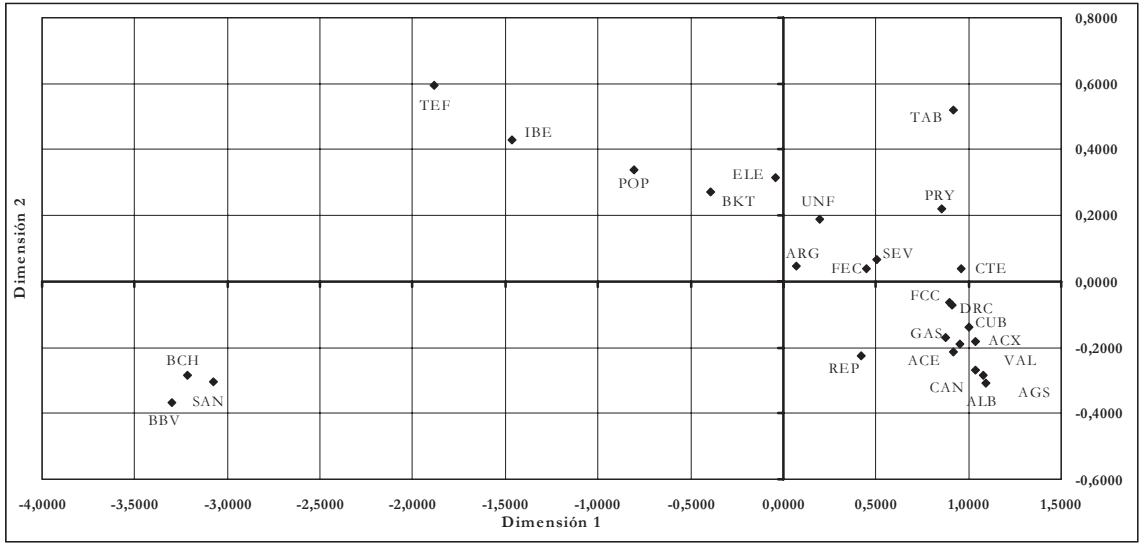
### Modelo general – 1995



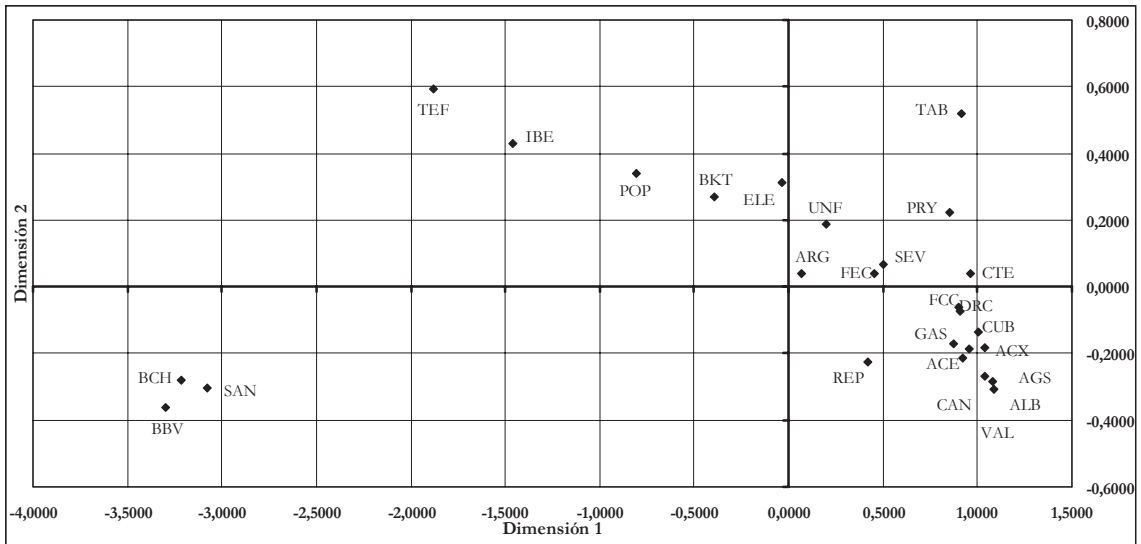
### Modelo general – 2000



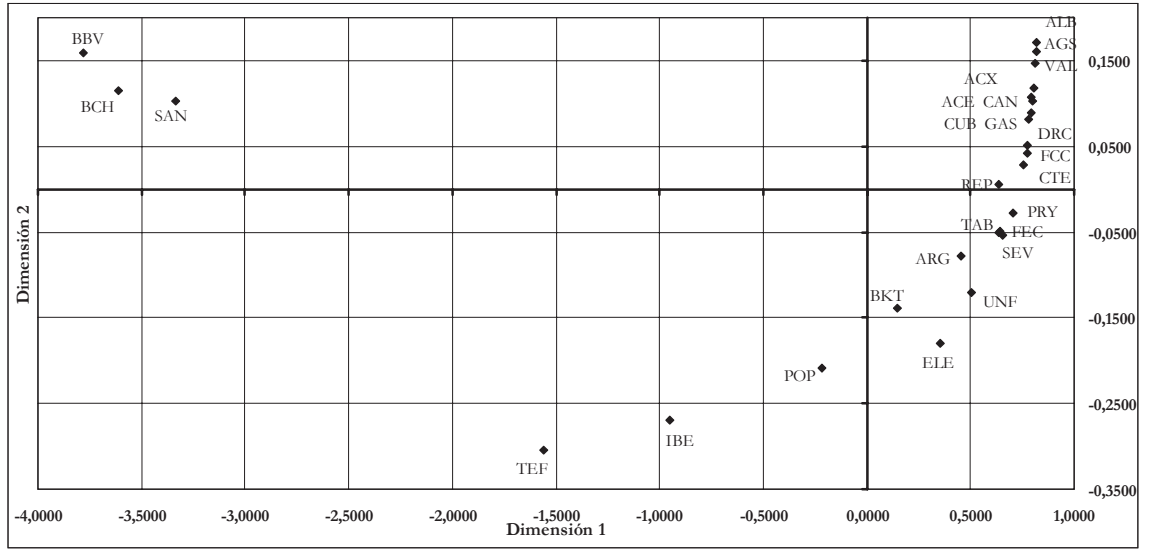
### Modelo sin propiedad – 1995



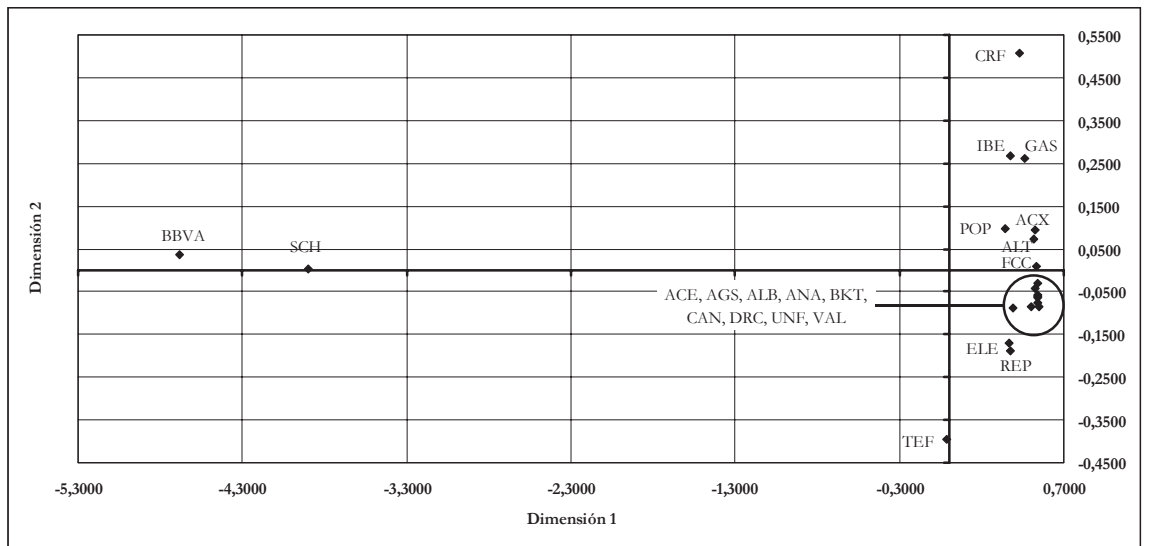
### Modelo sin consejo – 1995



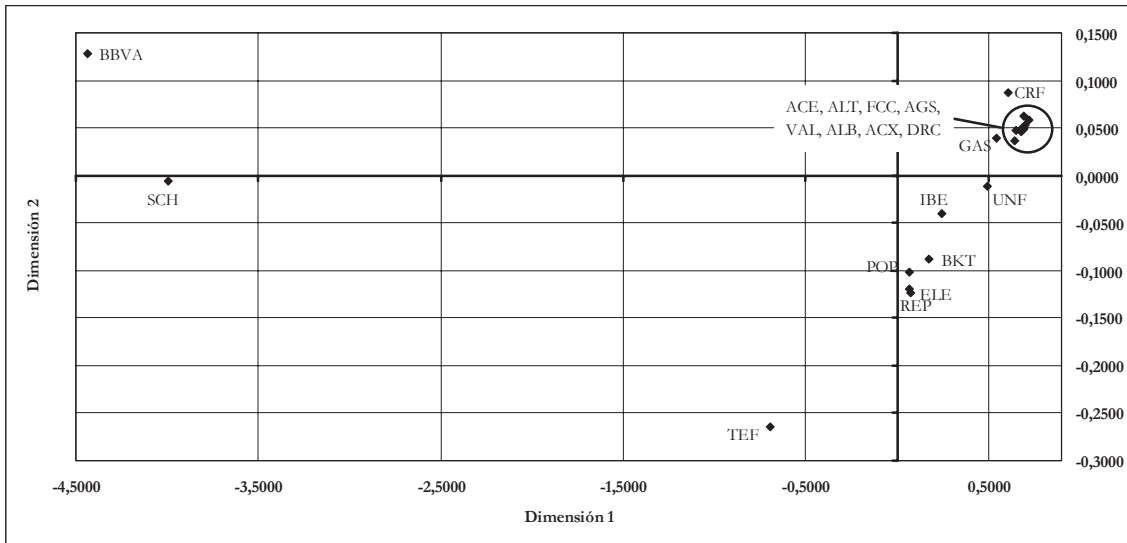
## Modelo sin gestión – 1995



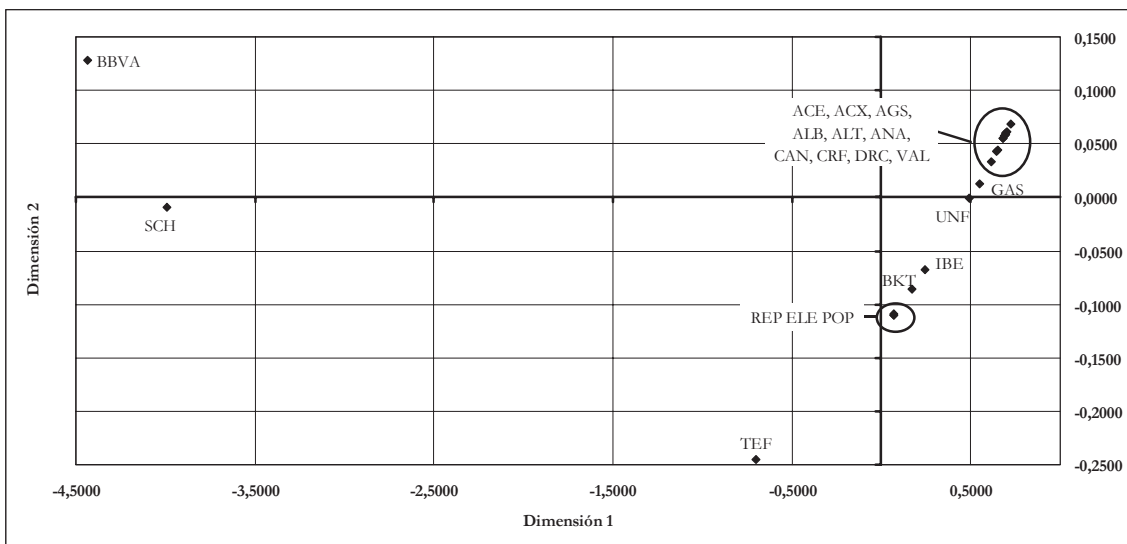
## Modelo sin propiedad – 2000



### Modelo sin consejo – 2000



### Modelo sin gestión – 2000





[www.cnmv.es](http://www.cnmv.es)

**Oficina en Madrid**

Paseo de la Castellana 19  
28046 Madrid  
Tel.: 91 585 1500

**Oficina en Barcelona**

Passeig de Gràcia 19  
08007 Barcelona  
Tel.: 93 304 7300

ISBN 84-87870-42-2

