

Relación entre gobierno corporativo y rentabilidad para el accionista en los sectores bancario y energético del Ibex-35 entre 1997 y 2006

Santiago Chivite Fernández¹, Felipe Ruiz López²

¹ Área de Grandes Cuentas. Enel Viesgo Energía. Edificio Torre Picasso, planta 19. Plaza Pablo Ruiz Picasso, sn. 28020, Madrid, schivitef@viesgo.es

² Dpto. de Organización. Escuela Técnica Superior de Ingenieros Industriales. Universidad Politécnica de Madrid. Calle José Gutiérrez Abascal, 2. 28010. Madrid, fruiz@etsii.upm.es

Resumen

Se estudia la relación entre el gobierno corporativo (en adelante, GC) y la rentabilidad para el accionista (en adelante, RA) en empresas de dos sectores del Ibex-35 que representan el 60% de su capitalización: el bancario y el energético. Para ello, se analizan las compañías de estos sectores que han pertenecido al Ibex-35 entre 1997 y 2006: Unión Fenosa, Iberdrola, Endesa, Repsol-YPF, Banco Santander, BBVA, Bankinter y Banco Popular. Para calcular el Índice de GC, se emplea el Índice Anual de GC en España de la consultora Spencer Stuart, ponderando sus datos cualitativos para obtener un ranking cuantitativo de GC entre 1997 y 2006, al que se denomina Índice Ponderado de Spencer Stuart (IPSS). Para la RA, se emplea el trabajo del profesor Fernández (2007), sobre la creación de valor para el accionista en España entre 1993 y 2006. La conclusión es que, en el periodo 1997 a 2006, y para el 75% de las empresas analizadas, el ranking de GC coincide con el ranking de RA con una diferencia de ± 1 puesto. Las únicas excepciones son las dos empresas involucradas en procesos recientes de OPA: Endesa, que creó menos RA de lo que le correspondía por su ranking de GC, y Unión Fenosa, con una RA muy superior a sus reducidos índice IPSS.

Palabras clave: buen gobierno corporativo, rentabilidad para el accionista, Ibex-35

1. Breve reseña del gobierno corporativo en España: de Olivencia a Conthe

La primera iniciativa de GC en España data de 1998, y es el Informe sobre el Consejo de Administración elaborado por la Comisión Olivencia, donde se recogía la triple responsabilidad del Consejo: controlar la política de la compañía, vigilar su gestión y servir de enlace con los accionistas.

El Código Olivencia entró en vigor a partir de 30 de junio de 2000 para todas las sociedades cotizadas, y sus principios eran la transparencia, la responsabilidad y la eficacia del Consejo, con el objetivo de maximizar la creación de valor para el accionista. Constaba de 23 recomendaciones

Para conocer la adaptación de las empresas al Código Olivencia, el entonces Presidente de la CNMV, Fernández-Armesto, remitió, entre 1999 y 2001, una encuesta anual a las sociedades cotizadas sobre el grado de cumplimiento de dicho Código. Sólo el 70% de la capitalización bursátil respondió al cuestionario, declarando seguir un 75% de las recomendaciones.

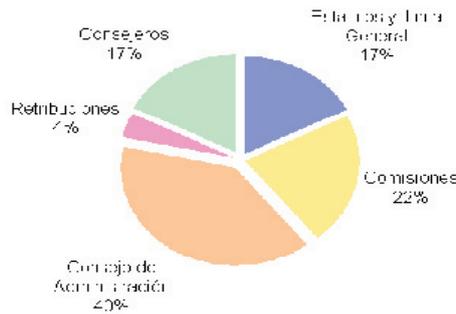


Figura 1. Contenido del Código Olivencia por áreas de GC

Los aspectos con menor cumplimiento eran los que hacían referencia a la existencia de un procedimiento formal de nombramiento de los consejeros (con apenas un 26% de respuestas afirmativas) y el de las reuniones de las Comisiones (sólo una vez al cuatrimestre).

En resumen, el periodo 1997 a 2003 se caracterizó por un seguimiento más bien escaso de las recomendaciones sobre GC del Código Olivencia.

Posteriormente, el 19 de julio de 2002 se constituyó la Comisión Aldama, con objeto de presentar a finales de 2002 un informe sobre “Transparencia y seguridad de los mercados financieros y las sociedades cotizadas” al entonces ministro de Economía, Rodrigo Rato.

El informe Aldama se hizo público el 8 de enero de 2003, y perseguía “el equilibrio entre una regulación orientada a la protección de los derechos de los accionistas y la mayor autorregulación posible de las sociedades cotizadas”. Para ello, recogía tres líneas básicas de GC: el deber de información y transparencia, el deber de lealtad y diligencia, y el principio de autorregulación.

Como consecuencia del informe Aldama, el 28 de marzo de 2003 vio la luz la llamada Ley Aldama, (“Ley 26/2003, de 17 de julio, por la que se modifican la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, y el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, con el fin de reforzar la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas”), en la que se incluía un informe anual de GC, que sustituía al Código Olivencia, con una estructura muy parecida a éste, aunque desglosando nuevas áreas sobre las que informar, como el control del riesgo, la estructura de propiedad de la compañía o las operaciones intragrupo:



Figura 2. Contenido del Código Aldama por áreas de GC

Desde la entrada en vigor de la Ley Aldama, en España se generalizó la publicación del Informe Anual de GC para todas las sociedades cotizadas, constatándose un cumplimiento masivo aunque “poco convencido” de las recomendaciones sobre GC, como lo prueban los análisis posteriores de Sanz y Güell (2004), para Deloitte/ESADE, y de Olcese (2005), para la Fundación de Estudios Financieros (FEF).

Por último, el 25 de julio de 2005 inició sus trabajos un Grupo Especial de Trabajo para asesorar a la CNMV en “la armonización y actualización de las recomendaciones de los informes Olivencia y Aldama sobre buen gobierno de las sociedades cotizadas”, más conocido como Comisión Conthe, que elaboró un borrador de 74 recomendaciones, sometido a consulta pública desde el 16 de enero de 2006. La versión definitiva del nuevo código se aprobó el 19 de mayo de 2006, y desde el principio se conoció como Código Conthe ó Código Unificado. El contenido de sus 57 recomendaciones se distribuye de la siguiente forma:

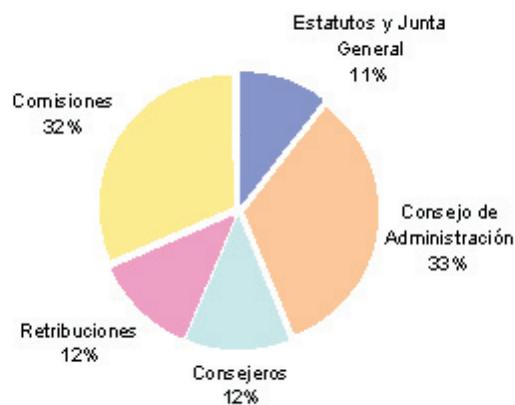


Figura 3. Contenido del Código Conthe por áreas de GC

Como el impacto de este Código en las empresas españolas aún no es evaluable, ya que será de aplicación obligatoria para los informes de GC de 2007, no entramos en mayor análisis de su contenido e influencia.

2. Evolución del GC en el Ibex-35. El Índice Spencer Stuart

Lógicamente, la pregunta que surge a continuación es: transcurridos diez años de GC en España, ¿es posible medir el grado de gobierno corporativo alcanzado por las sociedades cotizadas en GC? ¿Y en las empresas del Ibex-35?

Para dar respuesta a estas preguntas necesitamos un indicador de GC que permita establecer una evolución del GC durante los últimos diez años. Utilizaremos el Índice Spencer Stuart sobre Consejos de Administración en España.

La consultora Spencer Stuart, fundada en 1956, es una de las primeras firmas internacionales especializadas en la prestación de servicios a la Alta Dirección y los Consejos de Administración en más de 25 países. Spencer Stuart realiza una encuesta anual sobre prácticas de GC en los Consejos de las sociedades cotizadas de todo el mundo (Reino Unido, Francia, Holanda, Italia, Alemania, Estados Unidos, Canadá, etc).

En nuestro país, esta encuesta se elabora, ininterrumpidamente, desde 1997, lo que la convierte

en el indicador idóneo para seguir la evolución de las prácticas corporativas en España desde 1997 a 2006 (periodo analizado en este trabajo). No obstante, como el Índice Spencer Stuart es cualitativo (son respuestas de las empresas a un cuestionario), lo que haremos es cuantificar de determinada forma las preguntas, para obtener un Índice Ponderado de Spencer Stuart (IPSS).

Para ello, dividimos el GC en cuatro grandes áreas: Consejo de Administración, mandato de los consejeros, retribución de consejeros externos y Comisiones del Consejo, a las que ponderaremos con el siguiente esquema:

Tabla 1. Elaboración del Índice Ponderado de Spencer Stuart (IPSS)

1. Consejo de Administración (5 puntos)

1.1. Nº consejeros = 1p	Ptos
hasta 15 consejeros	1,0
16	0,9
17	0,8
18	0,7
19	0,6
20	0,5
21	0,4
22	0,3
23	0,2
24	0,1
más de 24	0,0

1.2. Clase de consejeros = 1p	Ptos
más del 50% de independientes	1,0
45% a 50% de independientes	0,9
40% a 44% de independientes	0,8
35% a 39% de independientes	0,7
30% a 34% de independientes	0,6
25% a 29% de independientes	0,5
20% a 24% de independientes	0,4
15% a 19% de independientes	0,3
10% a 14% de independientes	0,2
5% a 9% de independientes	0,1
menos del 5% de independientes	0,0

1.3. Presidente coincide con CEO = 0,5p	Ptos
No	0,5
Si	0,0

1.4. Reuniones del Consejo = 1,5p	Ptos
más de 18	1,5
18	1,4
17	1,3
16	1,2
15	1,1
14	1,0
13	0,9
12	0,8
11	0,7
10	0,6
9	0,5
8	0,4
7	0,3
6	0,2
5	0,1
menos de 5	0,0

1.5. Retribución del Consejo (€x consejero) = 1p	Ptos
entre inferior y 19% superior	1,0
entre 20% y 39% superior	0,9
entre 40% y 59% superior	0,8
entre 60% y 79% superior	0,7
entre 80% y 99% superior	0,6
entre 100% y 119% superior	0,5
entre 120% y 139% superior	0,4
entre 140% y 159% superior	0,3
entre 160% y 179% superior	0,2
entre 180% y 200% superior	0,1
más del 200% superior	0,0

(respecto de la media del sector)

2. Mandato de los consejeros (5 puntos)

2.1. Años de mandato = 2p	Ptos
3 años o menos	2,0
4 años	1,5
5 años	1,0
6 años	0,5
más de 6 años	0,0

2.2. Independientes > 5 años en Consejo = 2p	Ptos
ninguno	2,0
entre 1% y 20%	1,5
entre 21% y 30%	1,0
entre 31% y 50%	0,6
entre 51% y 70%	0,2
más del 70%	0,0

2.3. Edad máxima del consejero = 1p	Ptos
70 a 75	1,0
no hay	0,0

Tabla 1 (cont.). Elaboración del Índice Ponderado de Spencer Stuart (IPSS)

3. Retribución de consejeros externos (4 puntos)

3.1. Retribución total vs. media ISS = 1,5p	Ptos
entre inferior y 10% superior	1,5
entre 10% y 19% superior	1,4
entre 20% y 29% superior	1,3
entre 30% y 39% superior	1,2
entre 40% y 49% superior	1,1
entre 50% y 59% superior	1,0
entre 60% y 69% superior	0,9
entre 70% y 79% superior	0,8
entre 80% y 89% superior	0,7
entre 90% y 99% superior	0,6
entre 100% y 109% superior	0,5
entre 110% y 119% superior	0,4
entre 120% y 129% superior	0,3
entre 130% y 139% superior	0,2
entre 140% y 149% superior	0,1
a partir del 150% superior	0,0

Retribución media consejero externo	Año
30.000 €/año	1997
28.250 €/año	1998
34.258 €/año	1999
28.849 €/año	2000
38.441 €/año	2001
45.407 €/año	2002
45.544 €/año	2003
52.230 €/año	2004
59.440 €/año	2005
63.294 €/año	2006

3.2. % variable en sueldo total = 1,5p	Ptos
más del 50%	1,5
50% del total	1,2
40% a 149% del total	0,9
30% a 139% del total	0,6
20% a 129% del total	0,3
10% a 119% del total	0,2
1% a 19% del total	0,1

3.3. % Opciones/acciones en sueldo total = 1p	Ptos
a partir del 45% del sueldo total	1,0
entre 40% y 44% del sueldo total	0,9
entre 35% y 39% del sueldo total	0,8
entre 30% y 34% del sueldo total	0,7
entre 25% y 29% del sueldo total	0,6
entre 20% y 24% del sueldo total	0,5
entre 15% y 19% del sueldo total	0,4
entre 10% y 14% del sueldo total	0,3
entre 5% y 9% del sueldo total	0,2
entre 1% y 4% del sueldo total	0,1
no existe retribución en opciones/acciones	0,0

4. Comisiones del Consejo (6 puntos)

4.1. Comisiones del Consejo = 1p	Ptos
Comisión Ejecutiva	0,5
Comisión de Auditoría	0,2
Comisión de Nombramientos	0,2
por cada Comisión adicional	0,1

4.2. % independientes en comisiones = 2p	Ptos
> 90% de independientes	2,0
81% - 90% de independientes	1,8
71% - 80% de independientes	1,6
61% - 70% de independientes	1,4
51% - 60% de independientes	1,2
41% - 50% de independientes	1,0
31% - 40% de independientes	0,8
21% - 30% de independientes	0,6
11% - 20% de independientes	0,4
1%-10% de independientes	0,2
0% de independientes	0,0

4.3. Reuniones en Comisión Ejecutiva = 1p	Ptos
más de 22 reuniones	1,0
19 a 22 reuniones	0,8
15 a 18 reuniones	0,6
11 a 14 reuniones	0,4
6 a 10 reuniones	0,3
5 reuniones	0,2
menos de 5 reuniones	0,0

4.4. Reuniones en otras Comisiones = 1p	Ptos
más de 6 x n° comisiones	1,0
6 x n° comisiones	0,8
entre 5 y 6 x n° comisiones	0,6
entre 4 y 5 x n° comisiones	0,4
entre 3 y 4 x n° comisiones	0,3
entre 2 y 3 x n° comisiones	0,2
menos de 2 x n° comisiones	0,0

4.5. Consejeros externos en Comisiones = 0,5p	Ptos
más de 3 x n° comisiones	0,5
3 x n° comisiones	0,4
entre 2 y 3 x n° comisiones	0,3
entre 1 y 2 x n° comisiones	0,2
menos de 1 x n° comisiones	0,0

4.6. €/reunión de la Comisión = 0,5p	Ptos
hasta 2000 €/reunión	0,5
entre 2001 y 3000 €/reunión	0,4
entre 3001 y 4000 €/reunión	0,3
entre 4001 y 6000 €/reunión	0,2
más de 6000 €/reunión	0,0

En cuanto a las sociedades a analizar, se eligen las ocho empresas de los sectores bancario y energético que han cotizado en el Ibex-35 ininterrumpidamente en los últimos 10 años: Bankinter, Banco Popular, Banco Santander (hasta 1999, sin incluir el Banco Hispano), BBVA (hasta 1999, sin Argentaria), Repsol-YPF, Endesa, Iberdrola y Unión Fenosa. Sus resultados de IPSS son los siguientes:

Tabla 2. Resultados del IPSS (sobre 10 puntos) entre 1997 y 2006

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	10 años
1 END	6,3	6,6	6,4	5,8	7,0	6,8	6,7	6,8	6,7	7,3	6,6
2 SCH	5,9	6,5	6,4	5,9	5,9	5,4	6,6	5,8	6,1	6,6	6,1
3 BBVA	2,3	5,3	5,8	5,2	4,5	5,5	6,4	6,7	6,0	6,6	5,4
4 POP	5,9	6,2	6,6	5,6	4,5	4,4	4,4	5,1	4,9	5,7	5,3
5 BANK	4,5	5,3	5,1	4,4	4,6	5,1	4,9	5,7	5,1	6,2	5,1
6 UF	4,6	4,7	5,4	4,6	4,5	5,9	6,0	4,6	4,8	5,1	5,0
7 REP	6,7	5,9	6,1	5,6	5,9	0,5	4,8	4,5	4,1	4,6	4,8
8 IB	2,3	2,3	5,4	4,8	4,7	4,3	4,4	5,2	5,5	5,7	4,4
	4,8	5,3	5,9	5,2	5,2	4,7	5,5	5,5	5,4	6,0	5,3

Únicamente “suspenden” Repsol-YPF (en el año 2002 no respondió al cuestionario de Spencer Stuart) e Iberdrola (ya que, en 1997 y 1998, facilitó muy poca información, y obtuvo un 2,3).

3. Rentabilidad para el accionista (RA) en el Ibex-35

Como ya comentamos, los resultados sobre RA corresponden a los trabajos del profesor Fernández (2007). En primer lugar, se entiende por rentabilidad para los accionistas (RA), en un periodo, al cociente entre el aumento de valor para los accionistas (AVA) y la capitalización bursátil al inicio del periodo, y, por tanto, será un porcentaje:

$$RA = \frac{AVA}{Capitalización} = \frac{[(Aumento\ de\ capitalización\ de\ las\ acciones) + Dividendos\ pagados\ en\ el\ periodo + Otros\ pagos\ a\ los\ accionistas\ (reducciones\ de\ nominal,\ amortización\ de\ acciones,\ etc) - Desembolsos\ por\ ampliaciones\ de\ capital - Conversión\ de\ obligaciones\ convertibles]}{Capitalización}$$

Gráficamente, y por sectores, los resultados de RA para las empresas analizadas, son:

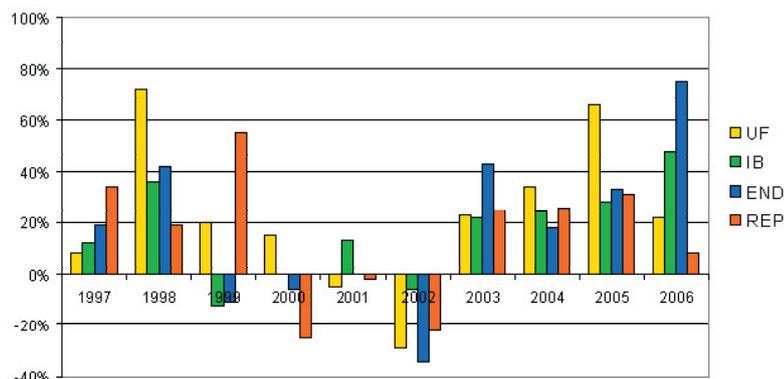
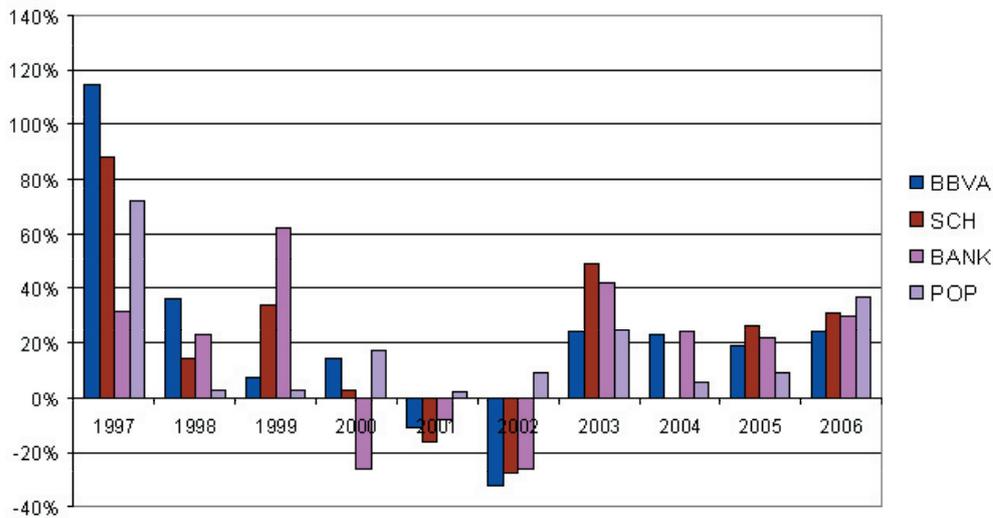


Figura 4. Rentabilidad para el Accionista (RA) en el sector energético, para el periodo 1997-2006**Figura 5.** Rentabilidad para el Accionista (RA) en el sector bancario, para el periodo 1997-2006

En cuanto a los valores numéricos, la tabla de RA sería:

Tabla 3. Clasificación de la Rentabilidad para el Accionista (RA) en el periodo 1997-2006

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	10 años
1 UF	8%	72%	20%	15%	-5%	-29%	23%	34%	66%	22%	23%
2 BBVA	115%	36%	7%	14%	-11%	-32%	24%	23%	19%	24%	22%
3 SCH	88%	14%	34%	3%	-16%	-28%	49%	0%	26%	31%	20%
4 POP	72%	3%	3%	17%	2%	9%	25%	6%	9%	37%	18%
5 END	19%	42%	-11%	-6%	0%	-34%	43%	18%	33%	75%	18%
6 BANK	32%	23%	62%	-26%	-8%	-26%	42%	24%	22%	30%	18%
7 IB	12%	36%	-12%	0%	13%	-6%	22%	24%	28%	48%	17%
8 REP	34%	19%	55%	-25%	-2%	-22%	25%	26%	31%	8%	15%
	48%	31%	20%	-1%	-3%	-21%	32%	19%	29%	34%	19%

Es decir, son empresas que crearon, en media, un 19% de RA anual, aunque con grandes oscilaciones. Así, en el periodo 2000-02, tras la burbuja de las “punto.com”, la RA anual media fue del -8,7%, mientras que, en el periodo 1997-99, las RA anuales medias alcanzaron el 33%.

4. Relación entre GC y RA en el Ibex-35 en el periodo 1997 a 2006

Por tanto, llegados a este punto, podemos abordar la pregunta: ¿existe una dependencia entre la clasificación de una empresa en GC (evaluada mediante el IPSS) y la clasificación en cuanto a RA, para los sectores bancario y energético del Ibex-35, en los últimos diez años?.

Es decir, el objetivo no es sólo demostrar que las empresas con mejor GC son las de mayor RA y que las de peor GC son las que crean menos RA, en la línea de los trabajos de Bauer (2003), para 300 empresas europeas, Gompers (2004), para 1500 compañías de EEUU, y Governance Metrics International, para 2100 empresas del mundo (estudio analizado por el profesor Campa (2004) de IESE), sino que las posiciones de las compañías en los ranking de GC y de RA son muy similares, salvo pequeñas desviaciones de una posición arriba o abajo, con la salvedad de las sociedades que se encuentren inmersas en procesos de OPA.

Para ello, elaboramos la tabla unificada de GC y RA, y comprobamos la posible relación entre los dos ranking, marcando en rojo las posiciones con diferencia superior a uno:

Tabla 4. Comparación de ranking de GC (RGC) y de RA (RRA) por empresa para el periodo 1997-2006

	Puntuación		Ranking	
	GC	RA	RGC	RRA
END	6,6	17,9%	1	5
SCH	6,1	20,1%	2	3
BBVA	5,4	21,9%	3	2
POP	5,3	18,3%	4	4
BANK	5,1	17,5%	5	6
UF	5,0	22,6%	6	1
REP	4,8	14,9%	7	8
IB	4,4	16,5%	8	7

Es decir, considerando que existe relación entre ambos indicadores cuando se cumple que $RGC - 1 \leq RRA \leq RGC + 1$, efectivamente se observa una correlación importante entre las posiciones en el ranking de GC (columna RGC de la Tabla 4) y el ranking de RA (columna RRA de Tabla 4), en un 75% de las compañías:

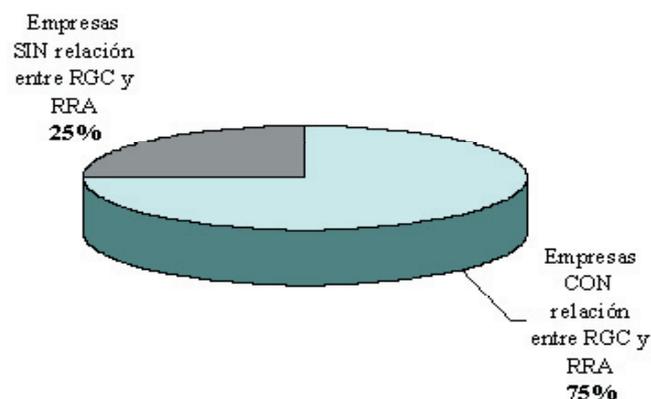


Figura 6. Porcentaje de empresas SIN y CON relación entre el ranking de GC y el ranking de RA

El 25% de empresas que no cumplen esta relación son Endesa y Unión Fenosa, excepciones lógicas al estar involucradas en procesos de OPA desde hace dos años.

En el caso de Endesa, la RA es claramente inferior a lo que parecía indicar su posición como líder en GC, lo que el mercado ha corregido en los últimos dos años, al incrementar notablemente el precio de la acción desde los 15 €/acción de abril-05 hasta los 41 €/acción de abr-07 (+173% en dos años).

En el caso de Unión Fenosa, se produce la situación contraria: sus escasas buenas prácticas en materia de GC no han supuesto un “castigo” de la RA, probablemente por existir un proceso de OPA por parte de ACS, que llevó a la cotización a escalar desde los 21 €/acción de abr-05 hasta los 42 €/acción de abr-07 (es decir, +100% en dos años), lo que puede sugerir una corrección cuando se calmen los rumores de nuevas operaciones corporativas, en un sector especialmente convulso en los últimos tiempos.

De hecho, si prescindieramos de estas dos compañías, las clasificaciones de GC y RA serían iguales, con el margen admitido de variación de ± 1 posición:

Tabla 5. Comparación de RGC y de RRA por empresa (excluidos END y UF) para el periodo 1997-2006

	Puntuación		Ranking	
	GC	RA	RGC	RRA
SCH	6,1	20,1%	1	2
BBVA	5,4	21,9%	2	1
POP	5,3	18,3%	3	3
BANK	5,1	17,5%	4	4
REP	4,8	14,9%	5	6
IB	4,4	16,5%	6	5

Merece la pena comentar que, para periodos más cortos y diferentes épocas de gobierno corporativo (época Olivencia 1997-03, época Aldama 2003-06, últimos siete años 2000-06, etc) no existe una relación clara GC-RA. Si seguimos utilizando el criterio de marcar en rojo las empresas con diferencias de más de una posición entre su ranking acumulado de GC y de RA, obtenemos las siguientes tablas para distintos periodos:

Tabla 6. Ranking de GC acumulado por empresa para distintos periodos

	7 años		7 años		5 años		4 años		3 años	
	1998-04	RGC	2000-06	RGC	2002-06	RGC	2003-06	RGC	2004-06	RGC
END	6,6	1	6,7	1	6,8	1	6,9	1	6,9	1
SCH	6,0	2	6,0	2	6,1	3	6,2	3	6,1	3
BBVA	5,6	3	5,8	3	6,2	2	6,4	2	6,4	2
POP	5,2	4	4,9	6	4,9	7	5,0	7	5,2	6
BANK	5,0	6	5,1	4	5,4	4	5,4	4	5,6	4
UF	5,1	5	5,0	5	5,3	5	5,1	6	4,8	7
REP	4,7	7	4,3	8	3,7	8	4,5	8	4,4	8
IB	4,4	8	4,9	6	5,0	6	5,2	5	5,4	5

Tabla 7. Ranking de RA acumulado por empresa para distintos periodos

	7 años		7 años		5 años		4 años		3 años	
	1998-04	RRA	2000-06	RRA	2002-06	RRA	2003-06	RRA	2004-06	RRA
UF	19%	1	18%	1	23%	2	36%	2	41%	2
BBVA	9%	5	9%	5	12%	8	23%	6	22%	5
SCH	8%	7	9%	5	16%	6	27%	5	19%	7
POP	9%	5	15%	4	17%	5	19%	8	17%	8
END	7%	8	18%	1	27%	1	42%	1	42%	1
BANK	13%	2	8%	7	18%	4	30%	4	25%	4
IB	11%	3	18%	1	23%	2	31%	3	33%	3
REP	11%	3	6%	8	14%	7	23%	6	22%	5

Es decir, sólo en el periodo 2003-06 (que corresponde a la época del Código Aldama), parece existir cierta correlación GC-RA, en un 50% de las empresas. En el resto de combinaciones de años, hay más casos “SIN relación” que “CON relación”. Por tanto, parece concluirse que la relación se cumple en media y para periodos de análisis de 10 años.

Por otro lado, resultados análogos se obtendrían con diferentes ponderaciones de los elementos del Índice Spencer Stuart: no hay variaciones significativas en los niveles del IPSS y, por consiguiente, tampoco en las posiciones del ranking de GC.

Si realizamos el análisis independientemente en los dos sectores, los resultados confirman la existencia de una clara relación GC-RA en el sector bancario, mientras que, en el sector energético, el resultado parece algo distorsionado por efecto de los movimientos corporativos de los dos últimos años (aunque no aparecen cruces de posiciones en ninguno de los dos sectores superiores a uno):

Tabla 8. Comparación de ranking de GC y RA por sector para el periodo 1997-2006

	Puntuación		Ranking			Puntuación		Ranking	
	GC	RA	RGC	RRA		GC	RA	RGC	RRA
SCH	6,1	20,1%	1	2	END	6,6	17,9%	1	2
BBVA	5,4	21,9%	2	1	UF	5,0	22,6%	2	1
POP	5,3	18,3%	3	3	REP	4,8	14,9%	3	4
BANK	5,1	17,5%	4	4	IB	4,4	16,5%	4	3

Por tanto, lo anterior parece indicar que, para la muestra analizada, existe una relación en el 75% de los casos entre la posición de una empresa en el ranking de prácticas de GC y en el de rentabilidad para el accionista RA. Al menos, en el medio plazo de los últimos 10 años y para los sectores bancario y energético del Ibex-35.

De confirmarse esta relación para el resto del Ibex-35, o incluso en las compañías cotizadas en el mercado continuo, constituiría una evidencia importante a favor de los defensores de la dependencia entre el grado de buen gobierno corporativo y la rentabilidad ofrecida a los accionistas, pudiéndose afirmar que las prácticas de buen gobierno corporativo son un medio para conseguir mayor valor en una sociedad cotizada, y no una moda pasajera.

Referencias

- Bauer, R.; Günster, N.; Otten, R. (2003). Empirical evidence on corporate governance in Europe. *Journal of Asset Management*.
- Campa, J.M. (2004). El Consejo y los mercados financieros. IESE Business School.
- Fernández, P.; Carabias, J.M. (2007). Rentabilidad y creación de valor en empresas españolas en el periodo 1993-2006. Documento de investigación nº 676. IESE Business School.
- Ferrándiz, L. (2004). ¿Por qué evaluar al Consejo de Administración?. Spencer Stuart.
- Gompers, P.A.; Ishii, J.L.; Metrick, A. (2004). Corporate Governance and Equity Prices. *Quarterly Journal of Economics* n. 118, 107-155.
- Olcese Santonja, A. (2005). Observatorio de gobierno corporativo de las grandes sociedades cotizadas en el mercado de valores español (IBEX-35). Papeles de la Fundación nº 14. Fundación de Estudios Financieros.
- Sanz, E.; Güell, A.M. (2004). Análisis sobre la situación actual de las empresas españolas en relación con el buen gobierno. Deloitte y ESADE.
- Varios (1997 a 2006). Índice Spencer Stuart de los Consejos de Administración en España. Spencer Stuart.