

La rentabilidad de los diez primeros años de gobierno corporativo en las sociedades cotizadas españolas

Santiago Chivite¹, Carlos Rodríguez Monroy¹

¹ Dpto. de Organización de Empresas y Estadística. Escuela Técnica Superior de Ingenieros Industriales de la Universidad Politécnica de Madrid, santiago.chivite@yahoo.es; crmonroy@etsii.upm.es

Resumen

El objetivo es conocer si aquellas compañías que más se adaptan a los códigos de gobierno corporativo producen una rentabilidad extra para sus accionistas. Para ello, comenzaremos describiendo brevemente la historia del gobierno corporativo español durante sus primeros diez años de existencia (1998-2007), para, a continuación, seleccionar las veinte compañías que cotizaron en el índice Ibex-35 (que agrupa los treinta y cinco valores más líquidos del sistema bursátil), calcular sus índices anuales de gobierno corporativo y, finalmente, comparar dicho índice con la rentabilidad que estas sociedades crearon para sus accionistas.

Palabras clave: rentabilidad, inversión, Ibex-35, accionistas, gobierno corporativo, sociedades cotizadas

1. Planteamiento de la investigación

El debate internacional sobre la utilidad del corporate governance o gobierno corporativo está más abierto que nunca. La crisis financiera ha desatado una ola de escepticismo sobre si las empresas (especialmente en el sector financiero) disponían de mecanismos de control adecuados de sus políticas de riesgo, lo que es uno de los pilares del gobierno corporativo. Por ello, tiene sentido preguntarse, ya que no sirvieron para poner freno al excesivo riesgo asumido, si al menos los códigos de gobierno corporativo facilitan contar con consejos de administración de más imparciales y profesionales en su gestión diaria y, por tanto, si sirven para crear mayor rentabilidad para sus accionistas.

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

2. Gobierno corporativo en España entre 1998 y 2007

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

autoridades de los distintos mercados se aplicaron a la tarea de reformar el *corporate governance* o gobierno de las empresas.

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

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

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

Una vez que se constató desde los organismos españoles reguladores (la CNMV, fundamentalmente) el agotamiento del impulso del gobierno corporativo español propiciado por el código Olivencia, el hoy ex director del Fondo Monetario Internacional y entonces ministro de economía, Rodrigo Rato, decidió constituir una comisión para la transparencia y seguridad de los mercados financieros y sociedades cotizadas”, con el triple cometido de informar sobre el grado de observancia del código Olivencia, dar una mayor protección a los inversores y aumentar la transparencia informativa, y se encargó su presidencia a Enrique de Aldama, por entonces vicepresidente de la CEOE y consejero de Repsol YPF, por lo que se conoció como comisión Aldama.

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

Complementando el desarrollo de dicha Ley 26/2003, se dictó la orden ECO/3722/2003, de 26 de diciembre, que daba a la CNMV la potestad de fijar el contenido del informe anual de gobierno corporativo. Posteriormente, la Circular 1/2004 de la CNMV, de 17 de marzo, precisó el alcance de todas y cada una de las recomendaciones cuyo cumplimiento o

incumplimiento tendrían que reportar las empresas a partir de entonces. Dicho código (también conocido como código Aldama) estaba formado por cinco bloques de recomendaciones:

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

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

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

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

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

- la transparencia en las retribuciones de los consejeros
- la existencia y funciones de las comisiones

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

3. Gobierno en las empresas cotizadas del Ibex-35 entre 1998 y 2007

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

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

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

Fuente: Bolsas y Mercados Españoles

Para estas empresas, calificaremos sus prácticas de gobierno corporativo en función del cumplimiento de los códigos vigentes en cada momento: código Olivencia (1998-2002), código Aldama (2003-2006) y código unificado de gobierno corporativo (2007). Así, puntuaremos con un “1” cuando una recomendación de dicho código se haya cumplido y se justifique su cumplimiento, con un “0,5” si el cumplimiento es parcial o la justificación no es lo suficientemente completa, y con un “0” si no se cumple la recomendación o cuando la justificación de su cumplimiento es muy insuficiente. La información sobre dicho

cumplimiento se obtiene de los informes anuales de gobierno corporativo (que, como hemos dicho, se generalizaron a partir del ejercicio 2003), y, para el periodo 1998-2002, en caso de no existir dichos informes anuales, de la información recogida tanto en las memorias de las empresas como en los informes anuales sobre los consejos de administración en España, publicados por la consultora internacional Spencer Stuart desde 1997.

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

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

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

0,0 = informe anual según Olivencia no disponible

0,0 = informe 2003 reportado según Olivencia y no Aldama

0,0 = calificación supuesta igual a la del año anterior

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

- entre 1998 y 2001, hay tres grupos de compañías:
 - las seis que decidieron ignorar las recomendaciones sobre gobierno corporativo incluidas en el código Olivencia, y únicamente dedicaron algunas páginas de su memoria anual a reportar el funcionamiento de sus consejos de administración (Abertis, ACS, Acciona hasta 2000, FCC, Gas Natural y NH Hoteles)

- las cuatro que optaron por publicar un informe anual de gobierno corporativo según Olivencia, pero que incumplían la mayor parte de sus recomendaciones (Sogecable, Acerinox, BBVA e Iberdrola)
 - las diez restantes, que con mayor (Endesa o Ferrovial) o menor éxito (Bankinter o Banco Popular) trataron de adaptarse a la mayoría de las recomendaciones de Olivencia
- en 2002 y 2003 se produjo un periodo de transición de los informes anuales elaborados según el modelo de Olivencia al modelo según Aldama. Por ello, en estos dos años muchas empresas obtuvieron valores anormalmente altos o bajos en sus calificaciones
 - entre 2004 y 2006, las compañías se acostumbraron a publicar un informe anual de gobierno corporativo según el modelo de Aldama, y la mayoría de ellas realizó modificaciones y adaptaciones de sus estructuras de gobierno a las recomendaciones del código Aldama. Por ello, incrementaron el valor medio de sus calificaciones desde un 7,7 (2003) hasta un 8,7 (en 2004, 2005 y 2006)
 - finalmente, en 2007, con la primera aplicación del código unificado de gobierno corporativo, se incrementó la exigencia en materia de gobierno corporativo y el valor promedio de las veinte sociedades analizadas pasó de un 8,7 (2006) a un 8,1 (2007). Habrá que ver en los próximos años si esta mayor exigencia se ve acompañada de un esfuerzo por adaptar las estructuras de gobierno a los nuevos retos planteados

4. Relación entre gobierno corporativo y rentabilidad para el accionista en las empresas cotizadas españolas

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

Aumento del valor para los accionistas = Aumento de la capitalización de las acciones + Dividendos pagados en el año + Otros pagos al accionista (reducciones de nominal, amortización de acciones, etc.) - Desembolsos por ampliaciones de capital - Conversión de obligaciones convertibles

Si reflejamos la rentabilidad anual para el accionista de las veinte compañías analizadas entre 1998 y 2007, a partir de los análisis del profesor Pablo Fernández de IESE Business School (Fernández y Bermejo, 2008), obtenemos la tabla 3.

El siguiente paso es relacionar las dos variables objeto de estudio (gobierno corporativo y rentabilidad para el accionista), y lo haremos comparando tres portfolios de inversión: los formados por las tres, cinco y diez empresas con mejor gobierno corporativo (TOP3 UP, TOP5 UP y TOP10 UP) con las carteras formadas por los tres, cinco y diez peores gobiernos corporativos (TOP3 DOWN, TOP5 DOWN y TOP10 DOWN) en distintos periodos temporales: 2006-07, 2005-07, 2004-07, 2003-07, 2002-07, 2001-07, 2000-07, 1999-07 y 1998-07. Así, en la tabla 4 recogemos la rentabilidad extra total (ΔRA total, en %) y anual (ΔRA anual, en %/año) que se obtienen por invertir en las carteras UP (con mayores índices de gobierno corporativo) frente a invertir en empresas DOWN (con peores valores del índice anual).

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

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

(*) ambas empresas hicieron sus OPV durante 1999

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

Fuente: Fernández y Bermejo, 2008

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

	Δ RA anual (% /año)		
	TOP3	TOP5	TOP10
2006-07	17%	21%	17%
2005-07	11%	14%	9%
2004-07	16%	7%	9%
2003-07	2%	1%	1%
2002-07	2%	1%	-2%
2001-07	0%	-1%	-3%
2000-07	3%	0%	-2%
1999-07	0%	-1%	-1%
1998-07	3%	2%	-2%
Media	6%	5%	3%

Fuente: elaboración propia

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

- en el corto plazo (es decir, en el periodo 2004-07, 2006-07 y 2006-07) se comprueba que una cartera de inversión formada por empresas con mejores prácticas de gobierno corporativo dan mayor rentabilidad para sus accionistas que otra cartera formada por empresas con peores prácticas de gobierno corporativo. La diferencia oscila entre el 7% de rentabilidad extra anual del periodo 2004-07 para el TOP5 del gobierno corporativo al 21% del periodo 2006-07 en la misma cartera de inversión. Por lo tanto, desde la publicación de la ley de transparencia (2003), el buen gobierno corporativo español es claramente rentable para los accionistas
- en el medio y largo plazo (ejercicio 2003 y anteriores), este efecto se diluye y llega incluso a ser negativo. No obstante, es cierto que, con anterioridad a 2003, el índice anual de gobierno corporativo se ha construido teniendo en cuenta la escasa información obtenida de las memorias anuales y otras fuentes indirectas, y no del informe anual de gobierno corporativo según el código Olivencia, que muchas sociedades no publicaban por entonces. Por ello, los valores del índice anual de gobierno corporativo anteriores a 2004 pueden no reflejar adecuadamente en todos los casos las prácticas reales de gobierno corporativo de las compañías analizadas

5. Conclusiones

En definitiva, la conclusión a la que hemos llegado en el presente estudio es que, al menos en el corto-medio plazo, hay una rentabilidad extra significativa (del 10% al 18% anual) en las inversiones en compañías españolas con mejores prácticas de gobierno corporativo frente a las que peor gobierno corporativo tienen. Este relevante resultado se alinea con dos conocidos estudios internacionales, realizados para una muestra de empresas norteamericanas (Gompers, 2003) y de empresas europeas (Bauer, 2003):

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

En cuanto a los resultados a más largo plazo (ejercicios anteriores a 2004), el nivel de información disponible para establecer el índice anual de gobierno corporativo entre 1998 y 2003 plantea dudas como para poder extraer conclusiones significativas.

Por último, recalcar que esta evidencia de la relación entre gobierno corporativo y rentabilidad para el accionista en España no deja de ser sólo un primer paso. Queda por delante un largo camino, que debe recorrerse con pequeños análisis parciales como el aquí presentado (aumentar el número de empresas, extender a más ejercicios el análisis, etc.), hasta corroborar si, definitivamente, las compañías que siguen las recomendaciones de los códigos de gobierno corporativo cuentan con estructuras de gobierno modernas y eficientes, que, por ello, crean mayor rentabilidad para sus accionistas que sus competidores.

Sin duda, éste será un aspecto especialmente valorado en entornos de crisis como el actual, donde se hace más necesario que nunca aportar argumentos que permitan recuperar la confianza de los inversores.

6. Referencias

ARCE, JAVIER (2006). Entrevista a Cándido Paz-Ares. Revista Consejeros nº 10, octubre de 2006, pp. 22 a 27.

BAUER et al. (2004). Empirical evidence on corporate governance in Europe. *Journal of Asset Management*, vol. 5 nº 2, September 2004, pp. 91 a 104.

BERLE, A.A. y MEANS, G.C. (1932). *The modern corporation and private property*. Transaction Publishers, New Brunswick, New Jersey, 1932.

FAMA, F. F. (1980). Agency problems and the Theory of the Firm. *Journal of Political Economy*, vol.88 nº 2, pp. 288 a 307.

FERNÁNDEZ, P. y BERMEJO, V. (2008). Rentabilidad y creación de valor en el Ibex-35: 1992-2007. Documento de Investigación nº 725, IESE Business School, enero de 2008, pp. 1 a 22.

FERNANDEZ-ARRESTO, JUAN (2002). Criterios de buen gobierno. Colegio de Economistas de Madrid nº 93, noviembre de 2002, pp. 48 a 53.

GOMPERS et al. (2003). Corporate governance and equity prices. *Quarterly Journal of Economics* 118, February 2003, pp. 107 a 155.

JENSEN, MICHAEL C. y MECKLING, WILLIAM H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, October 1976, vol. 3 nº 4, pp. 305 a 360.

SHLEIFER, A. y VISHNY, R.W. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy*, vol.94, nº 3, pp. 461 a 488.

SPENCER STUART (1998 a 2002). Índice Spencer Stuart sobre los consejos de administración en España.

VARIOS (1998 a 2007). Informes anuales de gobierno corporativo y memorias anuales de Abertis, Acciona, ACS, Acerinox, BBVA, Bankinter, Endesa, FCC, Ferrovial, Gas Natural, Iberdrola, Indra, NH Hoteles, Banco Popular, Repsol YPF, Banco Santander, Sogecable, Sacyr Vallehermoso, Telefónica y Unión Fenosa. *Management*, vol. 5 nº 2, September 2004, pp. 91 a 104.