

ENRIQUE FERNÁNDEZ RODRÍGUEZ

Profesor Asociado. Departamento Administración Empresas. Universidad de Oviedo

SILVIA GÓMEZ ANSÓN

Profesora Titular de Universidad. Departamento Administración Empresas. Universidad de Oviedo

Este trabajo ha sido seleccionado y obtenido el **1.º Premio Estudios Financieros 2002** en la Modalidad de **CONTABILIDAD Y ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS**.

El Jurado ha estado compuesto por: don José Luis LÓPEZ COMBARROS, don Rafael María CORONA MARTÍN, don José Luis DíEZ GARCÍA, don Juan José DURÁN HERRERA, doña Pilar GONZÁLEZ DE FRUTOS y don José Antonio GONZALO ANGULO.

Los trabajos se presentan con seudónimo y la selección se efectúa garantizando el anonimato de los autores.

Extracto:

EL presente trabajo analiza la reacción del mercado bursátil ante el anuncio de cumplimiento de las recomendaciones del Código de Buen Gobierno o Código Olivencia realizadas por las empresas españolas. Asimismo, se estudia cómo las diferentes estructuras de gobierno previas de las empresas contribuyen a explicar dicha reacción. Los resultados obtenidos sugieren que el mercado bursátil reacciona positivamente ante los anuncios de adopción de las recomendaciones del Código si éstos informan de una reestructuración profunda del Consejo de Administración, mientras que dicha reacción no es significativa para los anuncios de adopción de ciertas recomendaciones aisladas. Se observa también una mayor reacción del mercado para el caso de empresas menos endeudadas y para aquéllas con mayor presencia de consejeros ejecutivos en su Consejo de Administración. Los resultados obtenidos sugieren que el mercado valora la adopción de las recomendaciones del Código como una forma de control a los flujos de caja libres en aquellas empresas en las que existe un menor control por la vía del endeudamiento y en las que los gestores tienen una mayor capacidad para realizar un uso discrecional del mismo dada su elevada representación en el Consejo de Administración.

Palabras clave: Gobierno corporativo, Consejo de Administración, Códigos de Buen Gobierno, Código Olivencia, valor de la empresa.

Sumario:

1. Introducción.
2. Los Códigos de Buen Gobierno y el entorno institucional en España.
3. Base de datos, metodología y variables utilizadas en el estudio.
 - 3.1. Base de datos.
 - 3.2. Metodología, variables y relaciones esperadas.
 - 3.3. Características del gobierno corporativo de las empresas de la muestra.
4. Resultados.
 - 4.1. Valoración de los anuncios de adopción de las recomendaciones del Código por parte de los inversores.
 - 4.2. Determinantes de las rentabilidades anormales en torno al anuncio de adopción de las recomendaciones del Código Olivencia.
5. Conclusiones.

Bibliografía.

Anexo I. Recomendaciones del Código Olivencia (Febrero 1998).

Anexo II. Muestra de empresas.

Anexo III. Metodología de sucesos.

NOTA: Agradecemos los comentarios del Prof. A. CUERVO GARCÍA, así como la ayuda financiera del Plan Nacional de I+D (Proyecto BEC2000-0980) y de la Fundación Ramón Areces (Concurso para la Adjudicación de Ayudas a la Investigación en Economía 2001).

1. INTRODUCCIÓN

La última década del siglo XX ha presenciado la promulgación de un gran número de Códigos de Buen Gobierno o Códigos Éticos de Conducta. El Código Cadbury, promulgado en el Reino Unido en 1992, ha ejercido una gran influencia en otros mercados y un gran número de países ha creado sus propios Códigos en un esfuerzo por incrementar la eficiencia supervisora de los Consejos de Administración. Ejemplos de estos Códigos en el ámbito anglosajón son el promovido por la Bolsa de Toronto (1994), el desarrollado por la Asociación Australiana de Servicios de Inversión (1995) o el de la Asociación Irlandesa de Gestores de Inversiones (1999). En el Reino Unido, dos Códigos más han sido promulgados como complemento al Código Cadbury: el Código Greenbury (1995) y el Código Hampel (1998). La Bolsa de Londres se ha hecho eco de estos movimientos de reforma modificando su normativa de cotización de forma que las sociedades emisoras deben informar sobre el grado de cumplimiento de las prácticas de buen gobierno recogidas en el «Yellow Book», o compendio de las principales recomendaciones de los tres códigos anteriormente citados. Una extensión del «Yellow Book», que se ha dado en denominar el Código Combinado (Combined Code) y que data del año 2000, se ha convertido en el referente actual en lo que se refiere al buen gobierno de las sociedades cotizadas en la Bolsa londinense.

La Europa continental no se ha quedado al margen del movimiento de reforma que ha dado lugar a la creación de los Códigos de Buen Gobierno. El Código Viénot promovido por asociaciones patronales francesas en 1995, el Código Peters promulgado en Holanda en 1997 por la Asociación Holandesa de Empresas Cotizadas, el Código Cardon promovido por la Bolsa de Bruselas para el caso belga, o el informe Preda italiano de 1999 son sólo alguno de los ejemplos de este movimiento en el ámbito continental europeo.

Para el caso español el primer intento de reforma de los Consejos de Administración se debe al Código de Buen Gobierno promulgado en 1996 por el Círculo de Empresarios, pero ha sido posteriormente, en febrero de 1998 con la promulgación del denominado Código Olivencia, desarrollado a iniciativa del Gobierno y bajo la supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), cuando se ha abordado con mayor énfasis la labor modernizadora de las estructuras de gobierno de las empresas españolas.

Los Códigos de Buen Gobierno han sido elaborados en los distintos países por iniciativa de organismos como son los propios gobiernos nacionales, las bolsas de valores, asociaciones empresariales e incluso inversores institucionales. En todos ellos se proponen medidas para reforzar la capacidad supervisora del Consejo como vía para mejorar las estructuras de gobierno de las empresas y así contribuir al objetivo de maximizar el valor empresarial. En este sentido, las principales recomendaciones están basadas en las opiniones de los expertos en gobierno corporativo sobre las causas de la posible ineficiencia de los Consejos de Administración.

Una detenida revisión de los Códigos internacionales muestra la existencia de ciertas recomendaciones comunes: los Consejos de Administración deben estar integrados por un número significativo de consejeros no ejecutivos, no deben estar sobredimensionados, la remuneración de los directivos debe estar vinculada a algún indicador del rendimiento de los accionistas, se deben hacer públicas las remuneraciones de los consejeros y los cargos de Presidente del Consejo y «CEO» (Chief Executive Officer) o máximo ejecutivo deben recaer sobre personas diferentes de forma que se garantice un cierto equilibrio de poderes en el seno del Consejo.

Si bien la práctica totalidad de los países desarrollados ha considerado conveniente promulgar Códigos de Buen Gobierno, una cuestión que permanece aún abierta y en la cual se centran los esfuerzos de los expertos en gobierno corporativo es hasta qué punto dicha promulgación ha conseguido cumplir con el objetivo de incrementar la capacidad supervisora de los Consejos de Administración. En este sentido, los resultados obtenidos por diferentes estudios no presentan conclusiones definitivas. En el caso del Reino Unido y para el Código Cadbury, PEASNELL *et al.* (1999) detectan que el Código ha tenido un impacto positivo sobre la calidad de la información financiera publicada por las empresas. En el mismo sentido apuntan los resultados de DAHYA *et al.* (2002). Estos autores encuentran que a raíz de la publicación del Código Cadbury se produce un incremento en la sensibilidad de la sustitución de los máximos ejecutivos ante la aparición de bajos rendimientos empresariales. Sin embargo, otros autores como BUCKLAND (2001) muestran que el cumplimiento o no de las recomendaciones propuestas en el Código Cadbury no influye en la probabilidad de supervivencia de las empresas que salen a Bolsa y WEIR y LAING (2000) no encuentran evidencia de que el cumplimiento total de las recomendaciones del Código esté asociado a un mayor rendimiento de la empresa. Del mismo modo, para Canadá, PARK y SHIN (2001) no encuentran una relación entre la adopción de las prácticas de buen gobierno promulgadas por la Bolsa de Toronto y la reducción de la discrecionalidad directiva en las empresas canadienses.

Nuestro estudio trata de contribuir a esta literatura analizando la valoración que los inversores hacen de los anuncios de adopción de prácticas de buen gobierno recogidas en el Código Olivencia o Código de Buen Gobierno español. Con este objetivo, se ha utilizado una base de datos compuesta por anuncios de adopción de las recomendaciones del Código Olivencia realizados por empresas cotizadas en el Mercado Continuo de la Bolsa de Madrid durante el período 1998-2000. Igualmente, examinamos si el tipo de adopción, entendido como la magnitud de las recomendaciones asumidas, la estructura de gobierno y la rentabilidad previa de las empresas contribuyen a explicar la reacción del mercado. Así pues, nuestro estudio supone una contribución a la literatura sobre los factores que influyen en el rendimiento empresarial y el gobierno de la empresa.

Los resultados obtenidos muestran una reacción positiva del mercado ante los anuncios de adopción de las recomendaciones del Código Olivencia, particularmente para aquellos anuncios que implican un mayor grado de cumplimiento de las recomendaciones. Además, se observa una mayor valoración por parte de los inversores de los anuncios de adopción realizados por empresas con un menor nivel de endeudamiento y una mayor proporción de consejeros ejecutivos, es decir de consejeros que ocupan cargos directivos en la empresa. Estos resultados indican que los inversores valoran positivamente la capacidad de las recomendaciones del Código Olivencia para incrementar la eficiencia supervisora del Consejo. Ello es así, especialmente en el caso de empresas donde existen mayores flujos de caja libres que pueden ser utilizados discrecionalmente por los directivos y en virtud de su posición de dominio en el Consejo.

El resto del trabajo se organiza como sigue. En el apartado 2 se describen las características principales de los Códigos de Buen Gobierno promulgados en diferentes países occidentales, prestando especial atención al Código Olivencia. Asimismo, se realiza un breve análisis del entorno institucional español. El apartado 3 describe el método de selección de la muestra utilizada, la metodología empleada y las variables utilizadas en el estudio con especial referencia a las relaciones esperadas. Finalmente, los resultados obtenidos y las principales conclusiones de la investigación son presentados respectivamente en los apartados 4 y 5.

2. LOS CÓDIGOS DE BUEN GOBIERNO Y EL ENTORNO INSTITUCIONAL EN ESPAÑA

La estructura contractual, caracterizada por la separación entre la propiedad y el control de los recursos, provoca que los responsables de la toma de decisiones en el seno de la empresa no sufran las consecuencias económicas de las mismas. Este hecho puede generar comportamientos directivos oportunistas, o no alineados con los intereses de los accionistas. Al objeto de evitar este tipo de comportamientos discrecionales por parte de los gestores se hace necesario que en las empresas exista una serie de mecanismos de supervisión y control o estructuras de gobierno corporativo.

Los mecanismos de control de las actuaciones directivas se pueden agrupar en internos, que surgen en el seno de la propia empresa como solución al problema de agencia planteado entre accionistas y directivos, y externos que surgen como consecuencia de la presencia de la empresa en los distintos mercados de la economía. Los mecanismos internos incluyen los sistemas de incentivos, el establecimiento de órganos corporativos de supervisión y control (el Consejo de Administración y la Junta General de Accionistas), la participación accionarial de los internos, la concentración accionarial y el nivel de endeudamiento. Dentro de los mecanismos externos se incluyen la supervisión ejercida por los mercados de capitales, productos y factores, el mercado laboral directivo, y el poder disciplinador ejercido por el mercado de control corporativo.

El Consejo de Administración constituye el último mecanismo interno de gobierno corporativo. Tiene asignadas las tareas de supervisar y disciplinar a los directivos, llevar a cabo su contratación y despido, y diseñar su política de remuneraciones (BAYSINGER and BULTER, 1985; HERMALIN

and WEISBACH, 1991). Por ello, los factores que inciden en el cumplimiento efectivo de sus atribuciones también incidirán en el valor de mercado de la empresa. Entre los factores que pueden incidir en la capacidad supervisora del Consejo están su tamaño, el porcentaje de consejeros externos, la coincidencia de los cargos de Presidente y Consejero Delegado en la misma persona o la existencia de comisiones delegadas en el seno del mismo. A continuación, pasamos a referirnos brevemente a la evidencia empírica relativa a la influencia de estos aspectos sobre la capacidad supervisora del Consejo de Administración.

- El tamaño del Consejo. Un Consejo de tamaño elevado puede ser adecuado para la empresa en la medida en que aporta una mayor variedad de opiniones y capacidades de supervisión de la gestión empresarial. Por otra parte, y debido a los procesos de deliberación y votación que rigen la toma de decisiones del Consejo, puede ser que un tamaño elevado suponga un impedimento para la rápida y eficiente toma de decisiones, como consecuencia de la existencia de problemas de coordinación e información (JENSEN, 1993). La evidencia empírica apoya este segundo argumento al sugerir la existencia de una relación inversa entre el tamaño del Consejo y el valor de la empresa (YERMACK, 1996).
- El porcentaje de consejeros externos. El hecho de que los consejeros tengan funciones ejecutivas en la empresa (internos), o por el contrario no sean ejecutivos (externos), tiene incidencia sobre el poder disciplinador del Consejo, debido a la dificultad y reticencia de los consejeros internos a evaluar y destituir a los directivos que no maximizan el valor empresarial. En este sentido, la evidencia empírica muestra una mayor eficiencia supervisora de los Consejos dominados por consejeros externos no ejecutivos y revela incrementos en el precio de las acciones en respuesta a incrementos en el número de consejeros externos (WEISBACH, 1988; ROSENSTEIN y WYATT, 1990), así como una relación positiva entre el porcentaje de consejeros externos y la probabilidad de reemplazo de los directivos no maximizadores del valor empresarial (DAHYA *et al.*, 2002).
- La separación de los cargos de Presidente y máximo ejecutivo de la sociedad. La excesiva concentración de poder en manos de un ejecutivo, que de forma simultánea ejerce de presidente del Consejo de Administración, reduce la eficiencia supervisora del Consejo de forma que los intereses directivos pueden prevalecer frente al interés social de creación de valor. Así, la evidencia empírica pone de manifiesto que los nombramientos de consejeros externos conllevan una reacción mayor en el precio de las acciones cuando el primer ejecutivo no está implicado en el proceso de designación (SHIVDASANI y YERMACK, 1999). Pero, por otra parte, sugiere la existencia de beneficios y costes derivados de la separación entre Presidente del Consejo y primer ejecutivo llegando a la conclusión de que la relación entre rendimiento empresarial y separación de cargos no es clara (BRICKLEY *et al.* 1997).
- La existencia de comités especializados, sobre los que se delegan algunas de las competencias del Consejo (remuneración, nombramientos, establecimiento de planes de incentivos o control contable, entre otras), permite reducir la cantidad de cuestiones sobre las que el Consejo en su conjunto debe decidir, aunque por otra parte, incrementa las necesidades de coordinación y supervisión del Consejo (KOSE y LEMMA, 1998). La evidencia empírica

sugiere una relación positiva entre el valor de la empresa y una estructura del Consejo en la que existen, por un lado, comités encargados de la toma de decisiones operativas, integrados en su mayor parte por consejeros internos, y por otro, comités encargados de tareas de supervisión, formados por consejeros externos (KLEIN, 1996).

Para el caso español, la capacidad supervisora del Consejo de Administración se analiza en FERNÁNDEZ *et al.* (1998a), observándose una relación positiva y significativa entre la proporción de consejeros no ejecutivos y el valor de la empresa y una relación no lineal entre el tamaño del Consejo y el valor empresarial (positiva para tamaños reducidos y negativa para tamaños elevados). Sin embargo, cabe señalar que en los trabajos de GISPERT (1998) y FERNÁNDEZ (1999), también para el caso español, estos autores no encuentran una relación estadísticamente significativa entre el porcentaje de consejeros externos y la capacidad supervisora del Consejo de Administración en lo referente al cese de los consejeros y directivos empresariales.

Como puede observarse en la **tabla 1**, los aspectos del Consejo de Administración comentados anteriormente son considerados en los Códigos de Buen Gobierno aprobados en los distintos países occidentales. Ejemplos de estos Códigos incluyen el Código Cadbury, publicado en 1992 por un comité creado por la Bolsa londinense, el Código Greenbury (1995), más centrado en aspectos relativos a la composición y cuantía de las remuneraciones empresariales, o el Código Hampel (1998) también promulgado en el Reino Unido. Un gran número de las recomendaciones de estos tres Códigos ha sido incluido en el que se ha dado en denominar el Código Combinado (2000), actual referente del buen gobierno en el Reino Unido. Con posterioridad al Código Cadbury, diferentes países han promulgado también sus propios Códigos de Buen Gobierno. Tal es el caso del Código elaborado por el fondo de pensiones CalPERS (1998) o el elaborado por el Consejo de Inversores Institucionales (1999) ambos en EE.UU., el Código Viénot (1995) en Francia, el Código Peters (1997) en Holanda, el Código Cardon (1998) en Bélgica, el Código Preda (1999) en Italia, o los Códigos elaborados en 1999 por organizaciones internacionales como la OCDE, el ICGN (International Corporate Governance Network) o la Commonwealth.

España no ha sido una excepción a este movimiento de reforma. Un primer intento en este sentido lo constituyó el Código de Buen Gobierno del Círculo de Empresarios promulgado en octubre de 1996. Este Código contenía 10 recomendaciones que sintetizaban las planteadas en los distintos Códigos publicados en el ámbito internacional, especialmente el Cadbury.

No obstante, ha sido el segundo Código de Buen Gobierno o Código Olivencia, elaborado a iniciativa del entonces Ministerio de Economía y Hacienda y bajo la supervisión de la CNMV, el que ha suscitado un mayor movimiento de reforma en los Consejos de Administración de las empresas españolas y cuyas repercusiones, en términos de valoración por los inversores, son analizadas en el presente trabajo de investigación.

El origen del Código Olivencia debemos fecharlo el 28 de febrero de 1997, cuando el Gobierno aprobó la creación de un Comité de expertos al que se le encomendaron dos tareas: a) la elaboración de un informe sobre la situación y características de los Consejos de Administración de las socieda-

des cotizadas y b) la elaboración de un Código de Buen Gobierno para aquellas empresas que emiten títulos en los mercados financieros españoles. La creación de este Comité, presidido por el Prof. Dr. Manuel OLIVENCIA, se integraba dentro de un paquete más amplio de medidas económicas entre las que se contaban la liberalización de ciertos mercados, entre ellos el eléctrico, y la privatización de empresas públicas. El objetivo último de todas estas medidas era impulsar la modernización del tejido empresarial español.

El informe elaborado por el Comité de expertos relativo a las características de los Consejos de Administración de las empresas españolas puso de manifiesto las características del entorno institucional español. Características que, a grandes rasgos, coinciden con las conclusiones que se derivan de otros estudios similares sobre las estructuras de gobierno de las empresas españolas y que, en líneas generales, se presentan a continuación.

España, representa un ejemplo de país con una legislación civil de origen francés, con un Producto Nacional Bruto medio en comparación con el resto de economías occidentales y con un gran peso de las empresas de mediano tamaño dentro del conjunto de las empresas cotizadas en las Bolsas de Valores. Igualmente, se observa que las compañías españolas cotizadas presentan una elevada concentración accionarial y por consiguiente bajos niveles de capital flotante o *free float*. De acuerdo con LA PORTA *et al.* (1999), mientras que en España los tres principales accionistas poseen, en promedio, el 50% de las acciones de la compañía, esta cifra es sustancialmente inferior, alrededor del 20% en los Estados Unidos, el Reino Unido o Japón. También son frecuentes las estructuras de propiedad piramidales (sociedades interpuestas) como forma de ejercer el control sobre una sociedad, el 38% de las empresas con accionistas de control presentan este tipo de estructuras, cifra que es relativamente alta comparada con el porcentaje próximo a cero observado en los Estados Unidos. Resultados similares se derivan del estudio realizado por CRESPI y GARCÍA (1998) para el European Corporate Governance Network (ECGN), así como del estudio de FACCIO y LANG (2001). Estos últimos autores documentan que, para el conjunto de todas las empresas cotizadas en el mercado bursátil español, aquéllas sin accionistas de control (definidas como aquéllas con una participación superior al 10% del capital social) son únicamente el 10%. También observan que los grandes accionistas son mayoritariamente grupos familiares (67%) y empresas financieras que a su vez presentan un accionariado disperso (15,07%). Adicionalmente, sólo un 44,3% de las empresas con un accionista de control no tiene otro propietario con un control de al menos el 10% de los derechos de voto; los accionistas de control ejercitan el mismo a través de estructuras piramidales y el 6,45% presentan participaciones accionariales cruzadas. La separación entre los derechos de control y los flujos de caja asociados a la participación accionarial es la más baja, junto con Francia, entre los países europeos y en más del 60% de las empresas estudiadas el máximo ejecutivo (CEO), el presidente del Consejo y el vicepresidente pertenecen a la familia que ostenta el control societario.

Teniendo en cuenta este marco institucional, el Comité de expertos promulgó finalmente el Código de Buen Gobierno de las empresas cotizadas españolas –Código Olivencia– el 26 de febrero de 1998. El Código contiene 23 recomendaciones (véase **Anexo I**) cuya aplicación en las empre-

sas es voluntaria y flexible. Voluntaria porque son las propias empresas las que en última instancia deben decidir sobre la conveniencia o no de acogerse a las recomendaciones, y flexible porque su implementación debe ajustarse a las características y posibilidades específicas de cada empresa. Al igual que otros Códigos, las recomendaciones contemplan aspectos relativos a las responsabilidades, estructura y funcionamiento de los Consejos de Administración cuyo objetivo último es incrementar su capacidad supervisora de la actuación directiva y así contribuir a la maximización del valor empresarial.

En concreto, de las 23 recomendaciones contenidas en el Código, las principales contemplan aspectos relativos a la composición de los Consejos, que deberán estar mayoritariamente integrados por consejeros externos; el tamaño, estableciendo un límite máximo de 15 consejeros y un mínimo de 5; la creación de comisiones delegadas al cargo de aspectos específicos como son la auditoría, nombramientos o remuneraciones; la necesidad de hacer públicas las remuneraciones de los consejeros y altos directivos de la sociedad, o la necesidad de vincular la remuneración de los consejeros a un indicador, bien del rendimiento de la sociedad o bien del esfuerzo realizado en el desempeño de su cargo.

En general, se observa que las recomendaciones del Código de Buen Gobierno español se ajustan en gran medida a las contenidas en el resto de Códigos internacionales (**tabla 1**). Este hecho tiene como posible justificación el hecho de que los Códigos han sido elaborados para distintos países utilizando como referente común el Código Cadbury y haciendo propias sus principales recomendaciones. Las diferencias observadas en las recomendaciones de los Códigos internacionales deberíamos buscarlas en las particularidades de las estructuras de gobierno de las empresas de los distintos países. Así, ciertas recomendaciones específicas del Código Olivencia tratan de capturar los aspectos diferenciales de las estructuras de gobierno que presentan las empresas españolas. Tal es el caso de los tres tipos de consejeros que se establecen: consejeros no ejecutivos dominicales, consejeros no ejecutivos independientes y consejeros ejecutivos. Se consideran consejeros no ejecutivos dominicales aquellos que ejercen la representación de los grandes accionistas de control, consejeros no ejecutivos independientes aquellos que no tienen ningún tipo de vinculación con la sociedad, sus negocios o los accionistas de control. Finalmente, los consejeros ejecutivos o consejeros internos son aquellos que desempeñan un cargo directivo en la sociedad. El Código establece que en el seno del Consejo la proporción entre consejeros dominicales en representación de los grandes accionistas y los consejeros independientes deberá coincidir con la relación entre el porcentaje de capital en manos de los grandes accionistas y el capital flotante de la sociedad. Existen igualmente recomendaciones que se observan en otros Códigos y que no están incluidas en el Código de Buen Gobierno español tales como las recomendaciones relativas a los mecanismos antiadquisición y a la autoevaluación de la labor anual del Consejo. La justificación de la no inclusión de estas recomendaciones podría encontrarse en la poca importancia relativa que presenta el mercado de control corporativo español (LA PORTA *et al.*, 1999) y por la existencia de la recomendación de crear una comisión delegada al cargo de los temas relativos al cumplimiento que realice la evaluación del funcionamiento del Consejo.

TABLA 1. Comparación de Códigos de Buen Gobierno promulgados en países occidentales

	REINO UNIDO	CANADÁ	FRANCIA	HOLANDA	ESPAÑA	E.E.U.U.	BÉLGICA	GRECIA	ITALIA	PORTUGAL	ALEMANIA	JAPÓN
Nombre	Cadbury	Dey	Viénot	Peters	Olivencia	CalPers	Cardon	Mertzanis	Preda	CMVM	Baums	Interim
Organismo precursor	Bolsa de Londres y Asociaciones profesionales de auditores	Bolsa de Toronto	Consejo Nacional de la patronal francesa y Asociación francesa de empresas privadas	Asociación de sociedades cotizadas de la Bolsa Holandesa	Ministerio de Economía y CNMV	Fondo de pensiones CalPers	Bolsa de Bruselas	Agencia supervisora de los mercados de valores	Società Quotate Borsa Italiana S.p.A.	Agencia supervisora de los mercados de valores	Bolsa de Frankfurt	Foro para el Gobierno Corporativo en Japón
Fecha de promulgación ...	dic-92	dic-94	jul-95	jun-97	feb-98	abr-98	jun-98	oct-99	oct-99	nov-99	ene-00	oct-97
Tipo de recomendaciones:												
Límite al tamaño del Consejo	No	No muy elevado	No	No	Máx. 15	No muy elevado	Máx. 12	Máx. 13	No	No muy elevado	No	No muy elevado
Composición del Consejo (mayoría de consejeros no ejecutivos o independientes)	Sí	Sí	No (mín. 2 independientes)	No	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	No (uno o más independientes)	No (% significativo de independientes)	Sí
Separación de cargos: Consejero Delegado y Presidente	Sí	Sí	No	No	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	No	No	Sí
Comisiones delegadas												
Auditoría	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	No	Sí	Sí
Nombramientos	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	No	Sí	Sí	Sí	Sí
Remuneraciones	Sí	No	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	No	Sí	Sí	Sí	Sí
Otras comisiones	Sí	Cumplimiento	No	Cumplimiento	Cumplimiento	Cumplimiento y evaluación	No	No	No	Cumplimiento	No	Las que sean necesarias
Remuneración variable de los consejeros: ligada al valor de mercado o a los beneficios de la empresa, o en función del trabajo realizado	Sí	Sí	No	No	Sí	Sí	Sí (para internos)	Sí (para internos)	Sí (para internos)	No	Sí	No
Exigencias de Información												
Remuneración de los consejeros	Sí	No	Sí	Sí	Sí	No	Sí	Sí	No	No	Sí	No
Estructura de gobierno	No	Sí	No	Sí	Sí	No	Sí	No	No	Sí	Sí	No
Autoevaluación de la labor del Consejo	No	No	Sí	Sí	No	No	No	No	No	No	Sí	No
Calidad de la información .	Sí	No	Sí	Sí	Sí	No	No	No	No	No	No	Sí
Regulación de los mecanismos antiadquisición	No	No	No	Sí	No	Sí	No	Sí	Sí	Sí	No	No

FUENTE: *Elaboración propia.*

El análisis del grado de cumplimiento de las recomendaciones del Código desde su promulgación no es todo lo satisfactorio que sería de esperar si nos atenemos a los resultados de la encuesta realizada en el año 2001 por la CNMV a partir de la información del año 2000. La encuesta, contestada por 61 empresas cotizadas que en conjunto representan el 70% de la capitalización bursátil del mercado español, pone de manifiesto un cumplimiento medio del 81% de las recomendaciones del Código, siendo sólo dos las empresas que adoptan el total de las 23 recomendaciones. Tal y como se muestra en la **tabla 2**, los resultados de la encuesta indican que las recomendaciones que las empresas son más reacias a adoptar son las referidas al establecimiento de una edad de límite para desempeñar los cargos de presidente y consejero (recomendación 13), el establecimiento de un procedimiento formal y transparente para la elección de los consejeros (recomendación 11), la transparencia en las remuneraciones de los consejeros (recomendación 15) y la creación de comisiones delegadas compuestas exclusivamente por consejeros externos (recomendación 8).

TABLA 2. Grado de cumplimiento de las recomendaciones del Código Olivencia

El grado de cumplimiento de las recomendaciones se ha obtenido a partir de la encuesta realizada por la CNMV en el año 2001. Los resultados de la encuesta recogen las respuestas de 61 empresas que representaban conjuntamente el 70% de la capitalización de las Bolsas españolas.

RECOMENDACIÓN	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Seguida	87%	90%	87%	84%	77%	93%	51%	44%	90%	92%	70%	79%
Seguida parcialmente	13%	3%	10%	10%	8%	7%	16%	46%	10%	8%	11%	7%
No seguida	0%	7%	3%	7%	5%	0%	8%	8%	0%	0%	18%	15%
Sin respuesta .	0%	0%	0%	0%	10%	0%	25%*	2%	0%	0%	0%	0%

RECOMENDACIÓN	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
Seguida	56%	89%	51%	89%	84%	92%	90%	80%	85%	97%	100%
Seguida parcialmente	10%	7%	49%	7%	8%	3%	8%	20%	10%	2%	0%
No seguida	34%	5%	0%	3%	8%	5%	2%	0%	5%	0%	0%
Sin respuesta .	0%	0%	0%	2%	0%	0%	0%	0%	0%	2%	0%

FUENTE: Encuesta sobre el grado de cumplimiento de las recomendaciones del Código Olivencia en las sociedades cotizadas (CNMV, 2001).

* La recomendación 7 relativa a la composición y funcionamiento de la Comisión Ejecutiva no tiene aplicación en empresas que carecen de este órgano social, lo cual justifica el bajo nivel de adopción de la recomendación.

Otros resultados que se derivan del citado cuestionario muestran que las compañías, por norma general, han incrementado el tamaño de sus Consejos desde la promulgación del Código para dar cabida a un mayor número de consejeros externos (dominicales e independientes) en lugar de reducir el número de consejeros internos o ejecutivos. Las empresas privatizadas y aquellas que han salido a Bolsa con posterioridad a la promulgación del Código muestran un mayor grado de cumplimiento de las recomendaciones, mientras que las empresas más antiguas, es decir, aquellas que llevan más tiempo admitidas a cotización oficial en el mercado bursátil, son más reacias a cambiar sus estructuras de gobierno corporativo.

Una nueva encuesta realizada durante el año 2002, con datos del año 2001, arroja resultados que no varían sustancialmente respecto a la anteriormente mencionada. Las respuestas de 67 empresas representando en conjunto el 73% de la capitalización bursátil, ponen de manifiesto un cumplimiento medio del 77% de las recomendaciones del Código, siendo sólo cinco las empresas que declaran haber adoptado el total de las 23 recomendaciones. Las recomendaciones menos seguidas continúan siendo las relativas a la edad límite de los consejeros, el procedimiento de elección de los miembros del Consejo, la transparencia en las remuneraciones y la creación de comisiones delegadas.

Los resultados que se derivan de esta segunda encuesta, tanto por el nivel de respuestas como por el grado de cumplimiento que se deriva de las mismas, ponen de manifiesto que el proceso de implantación del Código de Buen Gobierno en las empresas cotizadas se ha estancado durante el año 2001, siguiendo la tendencia decreciente que hemos detectado en nuestro estudio a partir del año 1999 ¹.

3. BASE DE DATOS, METODOLOGÍA Y VARIABLES UTILIZADAS EN EL ESTUDIO

3.1. Base de datos.

El objetivo de nuestro estudio es estimar y explicar la reacción del mercado –valoración de los inversores– ante los anuncios de cumplimiento de las recomendaciones del Código de Buen Gobierno realizados por las empresas españolas.

La base de datos inicialmente usada para realizar el análisis comprende el conjunto de empresas admitidas a cotización en el Mercado Continuo de la Bolsa de Madrid que han realizado anuncios de adopción de prácticas de buen gobierno siguiendo las recomendaciones del Código desde el 1-1-1998 hasta el 31-12-2000. Para identificar los anuncios se ha utilizado información procedente de los registros de hechos relevantes de la CNMV y de la base de datos «Baratz» que recoge los artículos de, entre otros, los principales diarios económicos nacionales como son *Expansión*,

¹ En el año 2000 las empresas que anuncian la adopción de las recomendaciones del Código Olivencia son 8 frente a las 32 del año 1999 y las 17 del año 1998.

Cinco Días y *La Gaceta de los Negocios*. En los casos en que un mismo anuncio ha sido identificado en más de un medio, se ha utilizado como fecha del anuncio la que ha aparecido cronológicamente en primer lugar.

Durante el período de estudio considerado, se han identificado un total de 76 empresas que han realizado anuncios de adopción de las recomendaciones del Código, lo cual representa el 52,8% de las 144 empresas cotizadas en promedio durante el período 1998-2000 en el mercado continuo de la Bolsa de Madrid. Debido a que para ciertas empresas se ha identificado más de un anuncio de adopción, se ha considerado únicamente el principal anuncio de cada empresa, entendido como tal aquel que refleja un mayor cumplimiento de las recomendaciones del Código ².

Sobre la base de datos inicialmente seleccionada de acuerdo a los criterios mencionados se han eliminado los siguientes anuncios:

- a) Anuncios que venían acompañados de otros anuncios contaminantes, diferentes al fenómeno analizado, como fusiones, OPAs, salidas a bolsa, ampliaciones y reducciones del capital o dividendos (10 casos eliminados).
- b) Anuncios procedentes de empresas para las cuales no se han podido estimar los parámetros del modelo de mercado debido a que, o bien cotizaron menos de 50 días en el período de estimación (-21, -200 días), o bien menos de 5 en la ventana del suceso (-20, +20 días) (7 casos) ³.
- c) Anuncios de empresas que habían adoptado el grueso de las recomendaciones con anterioridad a su salida a Bolsa (2 casos).

Una vez aplicados los filtros, la muestra finalmente analizada está compuesta por 57 anuncios procedentes de un número igual de empresas (véase **Anexo II**). La **tabla 3**, Panel A, presenta la adscripción sectorial de las empresas de la muestra. Como puede observarse nueve anuncios proceden de empresas financieras y 48 fueron realizados por empresas no financieras. En cuanto a la distribución temporal de los anuncios (**tabla 3**, Panel B), se observa que se han producido principalmente en el año posterior a la promulgación del Código Olivencia: el 29,82% en el año 1998; el 56,14% en el año 1999 y sólo un 14,04% en el año 2000.

Dentro del conjunto de anuncios realizados por las empresas hemos identificado dos grandes grupos: a) anuncios de aprobación de un reglamento interno del Consejo ajustado al Código Olivencia y b) anuncios de adopción parcial o aislada de alguna de las recomendaciones del Código.

² Se ha comprobado que la reacción del mercado se concentra en este tipo de anuncios, no observándose rendimientos anormales significativos asociados al resto de anuncios.

³ En estos casos, se observaron valores extremos para los rendimientos anormales detectados, incluso una vez que se realizaron las correcciones oportunas para considerar la contratación infrecuente.

El primer tipo de anuncios implica una importante reestructuración del Consejo de Administración en la medida en que suponen la adopción de un número significativo de las recomendaciones del Código e incluso la modificación de los estatutos sociales. El segundo tipo de anuncios simplemente supone la adopción de alguna de las recomendaciones del Código sin que dicha adopción se integre en un proceso más profundo de redefinición de la estructura y funcionamiento del Consejo.

Tal y como puede observarse en la **tabla 3**, Panel C, más de la mitad de los anuncios de la muestra (68,42%) corresponden a anuncios de adopción de un reglamento interno del Consejo mientras que el resto de anuncios informan de la adopción de ciertas recomendaciones puntuales del Código (31,58%).

TABLA 3. Características de la muestra

La muestra está formada por 57 anuncios de adopción de las recomendaciones del Código de Buen Gobierno español realizados por empresas españolas cotizadas en el Mercado Continuo de Bolsa de Madrid durante el período 26-2-1998 (fecha de promulgación del Código) hasta el 31-12-2000. Los anuncios fueron identificados utilizando la información proporcionada por la CNMV y la base de datos de prensa «Baratz».

Panel A: Distribución por sectores

SECTOR	MUESTRA TOTAL		MUESTRA DE EMPRESAS NO FINANCIERAS	
	N.º EMPRESAS	%	N.º EMPRESAS	%
Bancos y Financieras	9	15,79	0	0,00
Eléctricas	6	10,53	6	12,50
Alimentación, Bebida, Tabaco	5	8,77	5	10,42
Construcción	5	8,77	5	10,42
Metal-Mecánica	9	15,79	9	18,75
Petróleo y Químicas	5	8,77	5	10,42
Comunicaciones	3	5,26	3	6,25
Otras Industrias y Servicios	13	22,81	13	27,08
Nuevas Tecnologías	2	3,51	2	4,17
TOTAL	57	100,00	48	100,00

Panel B: Distribución temporal

AÑO DEL ANUNCIO	MUESTRA TOTAL		MUESTRA DE EMPRESAS NO FINANCIERAS		MUESTRA DE EMPRESAS FINANCIERAS	
	N.º EMPRESAS	%	N.º EMPRESAS	%	N.º EMPRESAS	%
1998	17	29,82	15	31,25	2	22,22
1999	32	56,14	26	54,17	6	66,67
2000	8	14,04	7	14,58	1	11,11
TOTAL	57	100,00	48	100,00	9	100,00

Panel C: Distribución de la muestra según el tipo de anuncio

TIPO DE ANUNCIO	MUESTRA TOTAL		MUESTRA DE EMPRESAS NO FINANCIERAS		MUESTRA DE EMPRESAS FINANCIERAS	
	N.º ANUNCIOS	%	N.º ANUNCIOS	%	N.º ANUNCIOS	%
Adopción de un reglamento	39	68,42	33	68,75	6	66,67
Adopción de recomendaciones puntuales	18	31,58	15	31,25	3	33,33
TOTAL	57	100,00	48	100,00	9	100,00

3.2. Metodología, variables y relaciones esperadas.

Desde el punto de vista metodológico el presente trabajo tiene dos objetivos: a) estimar la reacción del mercado ante los anuncios de adopción de las recomendaciones del Código de Buen Gobierno y b) analizar los determinantes de dicha reacción.

Para lograr el primer objetivo propuesto se ha utilizado la metodología de eventos o sucesos (véase **Anexo III**). En primer lugar, se han estimado los rendimientos anormales de las acciones en una ventana de -20, +20 días en torno al día 0 o fecha del anuncio de adopción. Se trata de analizar si las rentabilidades observadas para los títulos alrededor del anuncio de adopción son diferentes de las esperadas si el suceso no se hubiese producido. Para estimar los rendimientos esperados se ha empleado el modelo de mercado estimado a partir de los datos de rentabilidad de los títulos para el intervalo -21,-200 días; siendo el día 0 el día del anuncio y considerando como rendimiento del mer-

cado el del Índice General de la Bolsa de Madrid (IGBM). Para calcular los rendimientos diarios de los títulos los precios han sido ajustados por *splits*, ampliaciones de capital y dividendos. La significación estadística de los resultados obtenidos se ha contrastado usando tanto el test paramétrico descrito por DODD y WARNER (1983), como el test no paramétrico propuesto por CORRADO (1989) más apropiado para tamaños muestrales reducidos.

En segundo lugar, analizamos los determinantes de las diferencias en los rendimientos anormales detectados en torno a la fecha del anuncio de adopción de las recomendaciones. Para ello, en un primer paso, evaluamos si los inversores valoran de forma distinta los anuncios de adopción de un reglamento del Consejo frente a los anuncios de adopción de ciertas recomendaciones puntuales del Código calculando la mediana y mediana de las rentabilidades anormales obtenidas para cada subgrupo de anuncios. Dado el número de anuncios de cada tipo (39 y 18 respectivamente) la significación estadística de los resultados se ha contratado mediante la aplicación de pruebas no paramétricas que no asumen la normalidad, como son las de MANN-WHITNEY y KOLMOGOROV-SMIRNOV.

A continuación, mediante un análisis de regresión lineal multivariante, hemos analizado, para la submuestra de empresas no financieras, los determinantes de los efectos riqueza o rentabilidades anormales observadas considerando no sólo el tipo de anuncio realizado por la empresas, sino también la rentabilidad o rendimiento previo de la compañía y un conjunto de características relacionadas con su estructura de gobierno previa. Los anuncios realizados por las empresas financieras no han sido considerados para llevar a cabo esta parte del análisis debido a las particulares características que presentan estas empresas tanto en lo que se refiere a su estructura de gobierno como en lo referente a la composición de su pasivo.

La **tabla 4** presenta el conjunto de variables empleadas en el análisis de regresión. El tipo de anuncio es identificado mediante la variable dicotómica TIPO que toma valor 1 si la empresa anuncia la adopción de un reglamento del Consejo ajustado al Código y 0 si el anuncio es de adopción de ciertas recomendaciones puntuales. Puesto que el primer tipo de anuncios supone la adopción de un número más significativo de las recomendaciones del Código y por tanto una mayor reestructuración del Consejo de Administración orientada a incrementar su capacidad supervisora, cabría esperar una relación positiva entre esta variable y las rentabilidades anormales observadas.

El rendimiento previo de la empresa es medido a través de medidas de mercado (RENTDIF) y de medidas contables (ROI, ROE, CF). La rentabilidad de mercado (RENTDIF) se define como la diferencia entre el rendimiento de mercado de la empresa ajustado por dividendos, *splits* y ampliaciones de capital; y el rendimiento del mercado en el año natural anterior al del anuncio⁴. Las medidas contables incluyen la rentabilidad económica (ROI), la rentabilidad financiera (ROE) y el *cash-flow* o recursos generados por la empresa (CF). Teniendo en consideración que la literatura económica muestra que el rendimiento de la compañía está influenciado por su estructura de gobierno corporativo (MORCK *et al.*, 1988; SHLEIFER and VISHNY, 1997; HIMMELBERG *et al.*, 1999) y que el objetivo

⁴ Diferentes estudios utilizan esta medida. Véase por ejemplo MORCK *et al.* (1990).

del Código es incrementar la capacidad supervisora del Consejo de Administración, cabría esperar que aquellas empresas que muestran un peor rendimiento (*performance*) sean las más beneficiadas por la adopción de las recomendaciones del Código.

Las variables referidas a la estructura de gobierno previa de las empresas incluyen variables representativas de la estructura de propiedad de la empresa. Son el capital flotante o *free float* (FFLOAT), la participación accionarial de los directivos (INT) y una variable *dummy* (FAM) que toma valor 1 si una persona física o familia posee más de un 5% de las acciones de la compañía. En virtud del denominado problema del polizón o *free rider* (GROSSMAN and HART, 1980): si una empresa tiene un accionariado muy disperso, cada uno de los accionistas individualmente no tendrá incentivos a supervisar la actuación directiva debido a que sólo recibirá una parte pequeña, proporcional a su participación en la empresa, de los beneficios que se deriven de su supervisión, mientras que por otra parte, deberá asumir completamente los costes de la misma. Esta falta de incentivos para controlar la actuación directiva desaparece cuando un número reducido de accionistas ostenta una participación significativa en la empresa que les permite obtener beneficios superiores a los costes derivados de su actividad de supervisión (JENSEN y MECKLING, 1976; SHLEIFER y VISHNY 1986, MCCONNELL y SERVAES, 1990).

La evidencia empírica del papel disciplinador de los grandes accionistas procede de los diferentes trabajos que ponen de manifiesto una relación positiva entre la concentración accionarial y la rotación de los directivos (FRANKS y MAYER, 1994), la rentabilidad empresarial (GORTON y SCHMID, 1996), y la probabilidad de sustitución de los directivos en respuesta a la baja rentabilidad empresarial (KAPLAN y MINTON, 1994; KANG y SHIVDASANI, 1995). Asimismo, se observa que cuanto mayor es la concentración accionarial menores son los gastos discrecionales en aspectos como publicidad, I+D y mejora de las condiciones laborales de los directivos (YAFEH y YOSHA, 1996). Para el caso español, los trabajos de GALVE y SALAS (1993 y 1995) también muestran la existencia de una relación positiva entre concentración accionarial y resultados de la empresa.

En virtud de la evidencia disponible podríamos esperar que aquellas empresas con un accionariado más disperso, y por tanto con menores incentivos a supervisar, se beneficien en mayor medida de la adopción de las recomendaciones del Código y que por tanto la relación entre la variable FFLOAT y las rentabilidades anormales sea positiva. Igualmente, considerando el argumento expuesto, la existencia de individuos o grupos familiares con participaciones accionariales significativas contribuiría a reducir el problema del polizón y así la relación esperada entre la variable FAM y las rentabilidades anormales detectadas sería negativa.

Respecto a la participación accionarial de los internos, en su trabajo pionero, BERLE y MEANS (1932) señalan que cuando los directivos tienen una baja participación accionarial y existe una amplia dispersión accionarial, los recursos empresariales pueden ser asignados con el objetivo de beneficiar a los directivos en lugar de en beneficio de los accionistas. La hipótesis de alineamiento o convergencia de intereses (JENSEN y MECKLING, 1976) supone que los costes derivados de comportamientos directivos no maximizadores del valor empresarial disminuyen a medida que se incrementa la participación accionarial de los directivos, puesto que, en la medida en que las decisiones de los

gerentes incidan sobre su riqueza personal a través de su participación en la propiedad de la empresa, menores serán sus incentivos a comportarse de forma oportunista. Por lo tanto, hay un efecto positivo sobre el valor de la empresa derivado de la participación de los gestores en el capital social.

Por contra, la hipótesis de atrincheramiento del directivo (DEMSETZ, 1983; FAMA y JENSEN, 1983) establece que la participación de los internos en el capital de la empresa les otorga derechos políticos, los cuales pueden permitirles mantenerse en el puesto evitando el poder disciplinador del resto de mecanismos supervisores como pueden ser el mercado laboral de directivos (FAMA, 1980), los mercados de productos (HART, 1983) y el mercado de control corporativo (JENSEN y RUBACK, 1983).

La evidencia empírica muestra la existencia de una relación no lineal entre los resultados de la empresa y la participación accionarial de los internos. Se observa que inicialmente incrementos en la participación accionarial incrementan el valor de la empresa (hipótesis de alineamiento), para a continuación cobrar mayor relevancia la hipótesis de atrincheramiento y finalmente para niveles elevados de participación, volver a producirse un efecto convergencia de intereses de acuerdo con la hipótesis de alineamiento (MORCK *et al.*, 1988; HERMALIN y WEISBACH; 1991; HIMMELBERG *et al.*, 1999). Una relación no lineal también es observada por FERNÁNDEZ *et al.* (1998a) para el caso español. Las relaciones esperadas entre las variables relativas a la participación accionarial de los internos y los rendimientos anormales serían negativa para el término lineal (INT), y positiva para el término cuadrático (INT²) en la medida en que representan valores de la variable en los cuales se puede considerar que prevalecen los efectos alineamiento de intereses y atrincheramiento directivo respectivamente.

Las variables relativas a las características del Consejo de Administración son el tamaño (TAMCJO), el porcentaje de consejeros ejecutivos (PORINT) y una variable *dummy* (CEOPRE) que toma el valor 1 si los cargos de Presidente del Consejo y Consejero Delegado son desempeñados por la misma persona o unidad familiar y cero en caso contrario. En relación con la actuación supervisora de los Consejos de Administración, la evidencia empírica no es concluyente a la hora de determinar su eficiencia o ineficiencia. Así, REINGANUM (1985), pone de manifiesto que la actuación del Consejo a la hora de sustituir al primer ejecutivo o CEO de la sociedad es maximizadora de valor; mientras que BEATTY y ZAJAC (1987) concluyen que la sustitución del primer ejecutivo por parte del Consejo es valorada de forma negativa por el mercado. En cambio, la literatura económica (ROSENSTEIN y WYATT, 1990; JENSEN, 1993; KOSE y LEMMA; 1998) coincide en reflejar los problemas de falta de coordinación asociados a Consejos sobredimensionados, problemas de supervisión en Consejos dominados por consejeros ejecutivos o internos, y aquellos derivados de la excesiva concentración de poder cuando una misma persona desempeña los cargos de Presidente y Consejero Delegado. Consecuentemente, podemos esperar relaciones positivas entre las rentabilidades anormales y la variable que refleja el tamaño previo del Consejo (TAMCJO), la variable que recoge la coincidencia de los cargos de Presidente del Consejo y Consejero Delegado en una única persona (CEOPRE) y la variable que indica el porcentaje de consejeros internos o ejecutivos en el Consejo (PORINT).

Otras variables utilizadas en el estudio como son el nivel de endeudamiento (ENDEUD) y la ratio de distribución de dividendos (PAYOUT) hacen referencia a la capacidad disciplinadora de la deuda y los dividendos respectivamente. De acuerdo con la hipótesis de los flujos de caja libres (JENSEN, 1986), las posibilidades de comportamiento oportunista de los directivos aumentan cuan-

do la empresa dispone de recursos por encima de aquellos necesarios para acometer proyectos con valor actual neto positivo. Una forma de reducir estos recursos excedentarios, o flujos de caja libres, pasaría por el reparto de dividendos y por acudir a la disciplina que supone utilizar deuda como fuente de financiación: pagos periódicos de intereses y devolución del principal. La decisión de endeudamiento favorece, asimismo, la presencia de la empresa en los mercados de capitales y, por consiguiente, disciplina la actuación directiva lo cual tiene efectos positivos para los accionistas. En el momento en el que una empresa solicita nueva deuda, el mercado de capitales proporciona una supervisión efectiva de las actividades de la misma ya que los potenciales acreedores analizan la situación actual y perspectivas futuras al objeto de decidir si conceden financiación a la empresa. Posteriormente a la concesión de la financiación, la obligación de pagar periódicamente los intereses devengados constituye un control de forma continuada del uso que los directivos hacen de los fondos generados, reduciendo la posibilidad de llevar a cabo comportamientos oportunistas. Finalmente, el recurso a la deuda como fuente de financiación presenta una serie de particularidades entre las que se incluyen, además de las mayores obligaciones informativas a los acreedores, la capacidad de éstos de forzar la liquidación de la sociedad con el consiguiente cese de los directivos en sus funciones, y el mayor peso relativo de las participaciones accionariales de los gestores, que facilitan la reducción del conflicto de agencia entre accionistas y directivos (HARRIS y RAVIV, 1991; HART and MOORE 1995). Este efecto supervisor de la deuda es apoyado por la evidencia empírica: el mercado reacciona positivamente al anuncio de emisiones de deuda (KIM y STULZ, 1988; GONZÁLEZ, 1997), el apalancamiento financiero guarda una relación positiva con el valor empresarial (CORNETT y TRAVLOS, 1989; RODRÍGUEZ 1997), especialmente en empresas con pocas oportunidades de crecimiento (ANDRÉS *et al.*, 1997) y la actuación empresarial mejora tras un incremento de la deuda (SAFFIEDDINE y TITMAN, 1996). Además, los gestores más propensos a atrincherarse emiten menos deuda dado su carácter supervisor (BERGER *et al.*, 1997). En virtud de la evidencia expuesta, cabría esperar una relación negativa ente los niveles de endeudamiento (ENDEUD) y de reparto de dividendos (PAYOUT) y las rentabilidades anormales en torno a la fecha del anuncio de adopción de las recomendaciones del Código de Buen Gobierno.

El resto de variables incluidas en el estudio tratan de determinar el nivel de asimetría informativa existente en la empresa. La variable dummy SALVS que refleja la existencia o no de salvedades en el informe de auditoría del año anterior al anuncio, EDAD como número de años que la empresa ha estado cotizando en el Mercado Continuo, LNAT que recoge el tamaño de la empresa a través del logaritmo natural del activo total; y finalmente la variable QFP que es utilizada como *proxy* de las oportunidades de inversión futuras de la empresa. En relación con este último grupo de variables descritas es de esperar que las empresas que potencialmente presentan mayores problemas de asimetría informativa –empresas con salvedades, poco tiempo cotizando en bolsa y pequeño tamaño– sean las más beneficiadas por la adopción de las recomendaciones y por tanto sus anuncios valorados en mayor medida por el mercado. Del mismo modo, y de acuerdo con JENSEN (1986), aquellas empresas que carecen de oportunidades de inversión rentables deberían presentar mayores rentabilidades anormales en torno a la fecha del anuncio. El modelo de regresión propuesto sería el siguiente:

$$RAA_i = a + b_1 * TIPO_i + b_2 * FFLOAT_i + b_3 * INT_i + b_4 * INT2_i + b_5 * FAM_i + b_6 * TAMCJO_i + b_7 * PORINT_i + b_8 * CEOPRE_i + b_9 * ENDEUD_i + b_{10} * PAYOUT_i + b_{11} * SALVS_i + b_{12} * EDAD_i + b_{13} * LNAT_i + b_{14} * CF_i + b_{15} * QFP_i + \varepsilon_i$$

TABLA 4. Descripción de las variables

VARIABLES	DEFINICIÓN	RELACIONES ESPERADAS CON LAS RENTABILIDADES ANORMALES
TIPO	Variable <i>dummy</i> que toma valor 1 si la empresa anuncia la adopción de un reglamento del Consejo adaptado al Código y 0 en caso contrario.	Positiva
RENTDIF	Diferencia entre el rendimiento de mercado de la empresa y el rendimiento del sector bursátil de pertenencia.	Negativa
ROI	Rentabilidad económica calculada como la ratio beneficio de explotación sobre activo total.	Negativa
ROE	Rentabilidad financiera calculada como la ratio beneficio neto sobre fondos propios.	Negativa
CF	<i>Cash flow</i> generado por la empresa (beneficio neto + amortizaciones + provisiones sobre activo total).	Negativa
FFLOAT	Porcentaje de capital flotante (100% - participación accionarial de los cinco principales accionistas).	Positiva
INT	Participación accionarial de los consejeros y directivos de la sociedad.	Negativa
INT2	Término cuadrático de la participación accionarial de los consejeros y directivos de la sociedad.	Positiva
FAM	Variable <i>dummy</i> que toma valor 1 si entre los accionistas significativos (participación accionarial superior al 5%) se encuentra una persona física o grupo familiar.	Negativa
TAMCJO	Número de miembros del Consejo de Administración de la empresa. ..	Positiva
PORINT	Porcentaje de internos (consejeros con cargos directivos) en el Consejo de Administración.	Positiva
CEOPRE	Variable <i>dummy</i> que toma valor 1 si los cargos de presidente y consejero delegado recaen sobre la misma persona o grupo familiar y 0 en caso contrario.	Positiva
ENDEUD	Endeudamiento de la empresa medido como cociente entre los fondos ajenos y el pasivo total.	Negativa
PAYOUT	Porcentaje del beneficio neto repartido como dividendos por la empresa.	Negativa
SALVS	Variable dicotómica que toma valor 1 si el informe de auditoría presenta salvedades y 0 en caso contrario.	Positiva
EDAD	Número de años transcurridos entre la fecha del anuncio de la adopción de prácticas de buen gobierno y la incorporación de la empresa al Mercado Continuo de la Bolsa de Madrid.	Negativa
LNAT	Logaritmo natural del activo total de la empresa (en millones de euros).	Negativa
QFP	Ratio de valor de mercado de los fondos propios sobre valor contable de los fondos propios.	Negativa

Las variables definidas en el estudio se han calculado a partir de la información contable proporcionada por la Bolsa de Madrid, las cotizaciones diarias publicadas en el Boletín Oficial de Cotización de la Bolsa de Madrid y la información sobre participaciones significativas y composición de los Consejos de Administración publicada por la CNMV. Adicionalmente, se han consultado los siguientes directorios al objeto de establecer la naturaleza de los consejeros: The Shareholder's Directory, Who's Who in Spain, Duns 50,000, Dicodi, Fomento y las ediciones especiales de la revista Nueva Empresa.

3.3. Características del gobierno corporativo de las empresas de la muestra.

La **tabla 5** presenta los estadísticos descriptivos de las variables utilizadas en el estudio. Se observa que las empresas analizadas presentan un bajo nivel de capital flotante: 56,71% como media. En promedio, los cinco principales accionistas poseen, por tanto, más del 43% de las acciones de la empresa, cifra sensiblemente superior a los niveles de concentración observados en países como Estados Unidos (32,4%; McConnell y Servaes, 1990), o el Reino Unido (en torno al 35%; Faccio y Lasfer, 2001 y Hillier y McColgan, 2001). Ello pone de manifiesto la elevada concentración accionarial en las empresas españolas cotizadas. La participación accionarial de los internos (INT) presenta un valor medio del 8,96% pero un valor mediano de sólo un 0,36%. Estos valores, en cambio, son reducidos en comparación con los presentados en mercados anglosajones. En Estados Unidos, para las empresas del *ranking* Fortune-500, el promedio de acciones en manos de los internos se sitúa entre un 10,6% y un 12,4% (JENSEN y WARNER, 1988; MORCK *et al.*, 1988 y CHO, 1998), mientras que para las empresas de mediano tamaño asciende al 20% (DENIS y KRUSE, 1999). En el Reino Unido el promedio de propiedad de los internos se ha establecido entre el 13,3% y el 16,7% (SHORT y KEASY, 1999; FACCIO y LASFER, 2001).

El tamaño medio de los Consejos se sitúa en casi los 12 miembros, una cifra que es inferior al número máximo de consejeros recomendado por el Código Olivencia (15). Esta cifra es similar a la referida para el mercado estadounidense por BARNHART *et al.* (1994) y YERMACK (1996). Para el Reino Unido, FRANKS *et al.* (1997) obtienen un tamaño medio de los Consejos igual a 8 miembros⁵. La proporción de consejeros internos es relativamente baja (25,94%) lo cual sugiere que el conjunto de empresas que anuncian la adopción de las recomendaciones y presenta una mayoría de consejeros externos ocupando los puestos del Consejo. Otros resultados muestran que en más de la mitad de las empresas los puestos de Presidente del Consejo y Consejero Delegado están desempeñados por la misma persona y que el nivel de endeudamiento y el *pay-out* alcanzan aproximadamente el 40% en promedio. Finalmente, las empresas que han realizado anuncios presentan un tamaño medio de 1.994,11 millones de euros, incluyendo la muestra tanto pequeñas (35,48 millones de euros de activo total) como grandes empresas (25.461,37 millones de euros de activo total).

⁵ No obstante, debemos tener en cuenta que, dado el relativo pequeño tamaño de las empresas españolas cotizadas, los Consejos de Administración tienen una mayor dimensión que las empresas estadounidenses de tamaño similar.

TABLA 5. Estadísticos descriptivos

Los datos están calculados para la submuestra de 48 empresas no financieras que han realizado anuncios de adopción de las recomendaciones del Código de Buen Gobierno en el período comprendido entre el 26-2-1998 y el 31-12-2000. Los anuncios han sido identificados a partir de la información proporcionada por la CNMV y la base de datos de prensa «Baratz».

VARIABLE	N	MEDIA	MEDIANA	MÍNIMO	MÁXIMO	DESVIACIÓN TÍPICA
RENTDIF *	46	2,41	-3,64	-87,36	265,84	57,83
ROI	48	6,93	5,16	-2,86	29,77	7,27
ROE	48	11,42	8,17	-2,72	39,14	9,96
CF	48	9,71	8,53	0,89	24,86	5,95
FFLOAT	48	56,71	58,92	7,83	94,97	22,36
INT	48	8,96	0,36	0,00	55,30	16,61
TAMCJO	48	11,65	10,00	4,00	27,00	5,15
PORINT	48	25,94	25,00	0,00	71,43	15,46
ENDEUD	48	38,45	40,60	2,23	74,28	18,07
PAYOUT	48	39,48	39,88	0,00	90,13	29,71
EDAD	48	6,96	9,00	0,00	11,00	3,36
AT	48	1.994,11	330,78	35,48	25.461,37	4.585,25
QFP *	47	3,23	2,19	0,44	16,39	3,04
VARIABLE DUMMY	N	% DE EMPRESAS CON VALOR 1				
TIPO	48	68,75%				
FAM	48	33,33%				
CEOPRE	48	58,33%				
SALVS	48	18,75%				

* Para el caso de dos empresas, debido a su reciente salida a bolsa, no se dispone de información para determinar la rentabilidad de mercado previa al año del anuncio. Tampoco hemos podido determinar la ratio Q de los fondos propios para una empresa de la muestra.

La **tabla 6** muestra las correlaciones entre las variables del estudio. Se observa que existe una fuerte relación entre la estructura de propiedad y las características del Consejo. La participación accionarial de los internos (INT) está positivamente correlacionada con la proporción de consejeros internos (PINT) y con la presencia de grupos familiares (FAM) entre el accionariado. Además, la proporción de consejeros internos (PINT) está negativamente correlacionada con el tamaño del Consejo (TAMCJO). Otras variables, tales como el tamaño de la compañía y la ratio valor de mercado sobre valor contable de los fondos propios (QFP) están también correlacionadas con las variables representativas de la estructura de gobierno empresarial. Las empresas de mayor tamaño presentan mayores tamaños de su Consejo y menores porcentajes de participación accionarial de los internos. Las correlaciones detectadas sugieren la existencia de una cierta interdependencia entre la estructura de propiedad de las empresas y las características de sus Consejos de Administración. Resultados que conducen a una conclusión similar han sido obtenidos por DENIS y SARIN (1999) para el mercado norteamericano.

TABLA 6. Correlaciones bivariadas

Los datos están calculados para la submuestra de 48 empresas no financieras que han realizado anuncios de adopción de las recomendaciones del Código Olivencia en el período comprendido entre el 26-2-1998 y el 31-12-2000. Los anuncios han sido identificados a partir de la información proporcionada por la CNMV y la base de datos de prensa «Baratz».

	TIPO	RENTDIF	ROI	ROE	CF	FFLOAT	INT	FAM	TAMCJO	PORINT	CEOPRE	ENDEUD	PAYOUT	SALVS	EDAD	LNAT
RENTDIF	-0,005															
ROI	0,018	-0,040														
ROE	0,251*	-0,019	0,389***													
CF	0,105	-0,191	0,557***	0,775***												
FFLOAT	-0,128	-0,145	-0,035	0,060	0,084											
INT	0,045	0,074	0,233	0,119	0,052	-0,057										
FAM	0,095	0,014	0,118	0,188	0,140	-0,207	0,614***									
TAMCJO	-0,204	0,021	-0,065	-0,299**	-0,231	-0,066	-0,299**	-0,293**								
PORINT	0,045	0,040	0,189	0,145	0,084	-0,107	0,427***	0,214	-0,263*							
CEOPRE	-0,205	0,271*	-0,037	-0,265*	-0,226	-0,088	0,020	0,149	-0,047	0,139						
ENDEUD	0,131	0,202	0,089	-0,043	-0,261*	-0,291**	0,004	0,160	0,079	0,159	-0,037					
PAYOUT	-0,399***	-0,155	-0,085	-0,019	0,065	0,031	-0,305**	-0,211	0,353**	-0,178	0,015	-0,112				
SALVS	0,094	0,105	-0,283*	-0,210	-0,264*	0,210	0,042	0,113	-0,151	-0,114	0,081	0,037	-0,266*			
EDAD	-0,260*	-0,217	-0,165	-0,084	-0,018	0,461***	-0,317**	-0,374***	0,032	-0,393***	-0,251*	-0,121	0,232	0,127		
LNAT	-0,222	-0,120	-0,038	-0,404***	-0,263*	-0,067	-0,538***	-0,510***	0,652***	-0,179	0,006	0,224	0,484***	-0,272*	0,222	
QFP	0,414***	0,290*	0,151	0,563***	0,274*	0,115	0,385***	0,363**	-0,305**	0,125	-0,158	0,151	-0,144	0,031	-0,085	-0,455***

* Estadísticamente significativo a un nivel del 10%.

** Estadísticamente significativo a un nivel del 5%.

*** Estadísticamente significativo a un nivel del 1%.

4. RESULTADOS

4.1. Valoración de los anuncios de adopción de las recomendaciones del Código por parte de los inversores.

La **tabla 7** muestra los rendimientos anormales detectados en torno a la fecha de anuncio de adopción de las recomendaciones del Código. Para el total de anuncios de adopción (57) se observan rendimientos anormales positivos en torno a la fecha del anuncio (**tabla 7**, Panel A). Estos rendimientos anormales son, en promedio, del 0,65% en el día del anuncio y estadísticamente significativos para un nivel de significación del 1%. Las rentabilidades anormales acumuladas en los intervalos (-1,+1), (-1,0) y (0,+1) son también positivas y estadísticamente significativas. En el intervalo (-1,+1) los rendimientos anormales acumulados ascienden a casi un 1% y más del 70% de las empresas de la muestra presentan rentabilidades anormales positivas en esta ventana del evento (**tabla 7**, Panel B).

Al dividir la muestra inicial en dos submuestras, una de las empresas financieras y otra de las no financieras, observamos el mismo comportamiento para la submuestra de empresas no financieras que para el conjunto de la muestra. Para el subconjunto de empresas no financieras (48 anuncios) los rendimientos anormales acumulados en la ventana (-1,+1) alcanzan en promedio el 1,04% y son estadísticamente significativos para un nivel del 5%. Por otro lado, y debido al pequeño número de observaciones en la muestra de empresas financieras (9 observaciones), no es posible asegurar la significación estadística de los resultados para esta submuestra. En términos generales, los rendimientos anormales positivos obtenidos sugieren que los inversores valoran positivamente los anuncios de adopción de las recomendaciones del Código Olivencia.

Cuando la muestra de anuncios es dividida en dos submuestras en virtud del tipo de anuncio realizado, los resultados muestran que los rendimientos anormales positivos se producen únicamente para el caso de empresas que anuncian la aprobación de un reglamento interno de Consejo que incorpora las principales recomendaciones del Código. Para estas 39 empresas los rendimientos anormales positivos detectados, estadísticamente significativos para un nivel de significación del 1%, pueden observarse en la **tabla 7**, Panel C. En el día del anuncio casi el 70% de las empresas de la submuestra presentan rentabilidades anormales positivas que ascienden en promedio al 1,04%. En la ventana del evento (-1, +1) los rendimientos anormales acumulados alcanzan el 1,50%. Por el contrario para la submuestra de anuncios de adopción de ciertas recomendaciones puntuales del Código, los rendimientos anormales no son estadísticamente significativos. Estos resultados sugieren que los inversores valoran positivamente aquellos anuncios de adopción de un reglamento interno del Consejo de Administración, es decir, anuncios que suponen una remodelación significativa de la estructura de gobierno de la empresa acorde con las recomendaciones del Código de Buen Gobierno, mientras que parecen no valorar aquellos anuncios de adopción de ciertas recomendaciones puntuales del Código y que no conllevan una reestructuración significativa del Consejo.

TABLA 7. Rentabilidades anormales en torno al anuncio de adopción de las recomendaciones del Código de Buen Gobierno

La muestra está formada por 57 anuncios de adopción de las recomendaciones del Código Olivencia realizados por empresas españolas cotizadas en el Mercado Continuo de la Bolsa de Madrid durante el período 26-2-1998 (fecha de promulgación del Código) hasta el 31-12-2000. Los anuncios fueron identificados utilizando la información proporcionada por la CNMV y la base de datos de prensa «Baratz».

Panel A: Rentabilidades anormales diarias

DÍAS EN TORNO AL ANUNCIO	MUESTRA TOTAL				MUESTRA DE EMPRESAS NO FINANCIERAS				MUESTRA DE EMPRESAS FINANCIERAS			
	RA (%)	% POSITIVAS	Z TEST (1)	TEST DE CORRADO (2)	RA (%)	% POSITIVAS	Z TEST (1)	TEST DE CORRADO (2)	RA (%)	% POSITIVAS	Z TEST (1)	TEST DE CORRADO (2)
-1	0,31	52,63	0,85	0,75	0,21	47,92	0,59	2,80	0,88	77,78	0,76	1,42
0	0,65	63,16	3,68***	2,83***	0,81	64,58	3,04***	2,80***	-0,21	55,56	2,25**	0,83
+1	0,04	43,86	0,08	0,15	0,02	43,75	0,17	0,38	0,15	44,44	-0,19	-0,53
N			57				48				9	

Panel B: Rentabilidades anormales acumuladas

DÍAS	MUESTRA TOTAL				MUESTRA DE EMPRESAS NO FINANCIERAS				MUESTRA DE EMPRESAS FINANCIERAS			
	RAC (%)	% POSITIVAS	Z TEST (1)	TEST DE CORRADO (2)	RAC (%)	% POSITIVAS	Z TEST (1)	TEST DE CORRADO (2)	RAC (%)	% POSITIVAS	Z TEST (1)	TEST DE CORRADO (2)
(-1,+1)	1,01	56,14	2,66***	2,16**	1,04	54,17	2,19**	2,00*	0,82	66,67	1,63	1,00
(-1,0)	0,96	70,18	3,20***	2,53**	1,02	70,83	2,57**	2,18**	0,66	66,67	2,13**	1,59
(0,+1)	0,69	61,40	2,66***	2,11**	0,83	62,50	2,27**	2,25**	-0,06	55,56	1,45	0,22
N			57				48				9	

Panel C: Rentabilidades anormales acumuladas según tipo de anuncio

DÍAS	MUESTRA ANUNCIOS ADOPCIÓN PUNTUAL				MUESTRA ANUNCIOS ADOPCIÓN REGLAMENTO				DIFERENCIAS DE MEDIAS Y MEDIANAS			
	CAR (%)	% POSITIVAS	Z TEST (1)	TEST DE CORRADO (2)	RAC (%)	% POSITIVAS	Z TEST (1)	TEST DE CORRADO (2)	DIFERENCIA DE MEDIAS	DIFERENCIA DE MEDIANAS	Z KOLMOGOROV SMIRNOV	U MANN WHITNEY
0	-0,20 (-0,07)	50,00	-0,66	-0,46	1,04 (0,95)	69,23	4,90***	3,74***	1,24	1,02	0,035**	0,11**
(-1,+1)	-0,06 (0,31)	55,56	-0,23	0,12	1,50 (0,33)	56,41	3,37***	2,53**	1,56	0,02	0,281	0,303
(-1,0)	0,47 (0,57)	66,67	0,60	1,03	1,19 (0,57)	71,79	3,46***	2,35**	0,71	0,00	0,678	0,583
(0,+1)	-0,74 (-0,11)	44,44	-1,35	-1,21	1,35 (0,79)	69,23	4,13***	3,39***	2,09	0,90	0,032**	0,009***
N			18				39					

* Estadísticamente significativo a un nivel del 10%.
 ** Estadísticamente significativo a un nivel del 5%.
 *** Estadísticamente significativo a un nivel del 1%.
 (1) Test paramétrico de la significación de las rentabilidades anormales de DODD y WARNER (1983).
 (2) Test no paramétrico de la significación de las rentabilidades anormales de CORRADO (1989).

4.2. Determinantes de las rentabilidades anormales en torno al anuncio de adopción de las recomendaciones del Código Olivencia.

A continuación analizamos si las rentabilidades anormales observadas en torno a los anuncios pueden venir explicadas por el rendimiento y la estructura de gobierno previos de la empresa que adopta las recomendaciones del Código Olivencia.

Para ello, para el conjunto de anuncios realizados por las empresas no financieras, realizamos un análisis de regresión lineal multivariante, donde la variable dependiente son los rendimientos anormales acumulados en la ventana del suceso $(-1,+1)$ ⁶ y las variables independientes son el conjunto de variables presentadas en la Sección 3. Los resultados se muestran en la **tabla 8** y son coherentes con los obtenidos al realizar el análisis de diferencia de medias y medianas en lo que se refiere a la variable TIPO. Así, las empresas que adoptan un reglamento interno del Consejo adaptado al Código experimentan mayores rendimientos anormales positivos, incluso una vez considerado el posible efecto asociado al tamaño de la empresa⁷. El rendimiento previo de la compañía, medido a través de las medidas de mercado y contables propuestas, no influye significativamente en la valoración que realizan los inversores de los anuncios de adopción, ya que los coeficientes de las variables RENTDIF, ROI, ROE o CF no son estadísticamente significativos.

Las variables representativas de la estructura de propiedad de la empresa (FFLOAT, INT y FAM) tampoco parecen afectar a la valoración que realizan los inversores de la adopción de las recomendaciones. En el caso de la participación accionarial de los internos, tampoco resulta significativa la inclusión del término cuadrático, que trata de capturar la posible existencia de problemas de atrincheramiento directivo, a la hora de explicar la reacción del mercado (Reg. 5, **tabla 7**).

En relación con las variables relativas a las características previas del Consejo de Administración, observamos que el tamaño previo (TAMCJO) no incide significativamente en la reacción del mercado. Este resultado podría venir explicado porque los valores medio y mediano de esta variable para la muestra (11 y 10 consejeros respectivamente) se encuentran por debajo del tamaño máximo establecido por el Código (15 consejeros). La variable PORINT presenta, en cambio una influencia significativa sobre la reacción del mercado observada. Su coeficiente es, tal y como se esperaba, positivo y estadísticamente significativo para un nivel de confianza del 5%. Este resultado sugiere que los inversores valoran en mayor medida el cumplimiento de las recomendaciones en aquellas empresas que presentan un mayor porcentaje de ejecutivos ocupando los puestos del Consejo y está de acuerdo con la evidencia de papel supervisor desempeñado por los consejeros externos evidenciado por WEISBACH (1988), ROSENSTEIN y WYATT (1990), HERMALIN y WEISBACH (1997) y FERNÁNDEZ *et*

⁶ Los resultados no varían cuando consideramos como variable dependiente los rendimientos anormales acumulados en la ventana del suceso $(0,+1)$.

⁷ Para esta submuestra los análisis de diferencias de medias y medianas arrojan resultados similares.

al.(1998b), estos últimos autores para el caso español. La última variable referida a las características previas del Consejo, CEOPRE, presenta un coeficiente negativo, aunque estadísticamente no significativo. Por tanto, no se puede afirmar que la coincidencia de las figuras de Presidente del Consejo y máximo ejecutivo en una misma persona influya significativamente sobre los rendimientos anormales observados.

El nivel de endeudamiento (ENDEUD) presenta un coeficiente negativo y estadísticamente significativo, lo cual apoya la idea de la capacidad disciplinadora de la deuda y apunta a la existencia de una posible relación de sustitución entre mecanismos de gobierno como son la deuda y el Consejo de Administración (AGRAWAL y KNOEBER, 1996). Al contrario de lo que cabría esperar, la ratio de reparto de dividendos y las variables representativas del grado de asimetría informativa: edad (EDAD), tamaño (LNAT) y existencia de salvedades (SALVS) no se muestran relevantes a la hora de explicar la magnitud de las rentabilidades anormales observadas. Finalmente, la ratio entre el valor de mercado y el valor contable de los fondos propios (QFP), *proxy* de las oportunidades futuras de inversión rentables de la empresa, tampoco es significativa.

En resumen, los resultados obtenidos en la investigación muestran que las únicas variables que contribuyen a explicar la valoración que realizan los inversores de los anuncios de adopción de las recomendaciones del Código de Buen Gobierno son el tipo de anuncio (adopción de un reglamento interno del Consejo o de recomendaciones puntuales), el porcentaje de consejeros internos o ejecutivos y el nivel de endeudamiento de la empresa. Estas variables contribuyen, de forma conjunta, a explicar más del 20% de los efectos riqueza o reacción del mercado observada. Los resultados sugieren, por tanto, que los inversores valoran la adopción de las recomendaciones del Código como un medio de control de los flujos de tesorería libres en aquellas empresas con un menor nivel de endeudamiento y dominadas por consejeros ejecutivos con capacidad discrecional para decidir sobre su uso.

Finalmente, y aunque no se muestra en la **tabla 8**, la robustez de los resultados obtenidos se ha comprobado utilizando técnicas de regresión «por pasos hacia adelante» que permiten evitar potenciales problemas de multicolinealidad entre las variables explicativas. Los resultados así obtenidos no varían respecto a los presentados.

TABLA 8. Determinantes de las rentabilidades anormales en torno a la adopción de las recomendaciones del Código de Buen Gobierno

Los datos están calculados para la submuestra de 48 empresas no financieras que han realizado anuncios de adopción de las recomendaciones del Código Olivencia en el período comprendido entre el 26-2-1998 y el 31-12-2000. Los anuncios han sido identificados a partir de la información de la información proporcionada por la CNMV y la base de datos de prensa «Baratz». La variable dependiente son las rentabilidades anormales acumuladas en el intervalo (-1,+1).

	Reg, 1	Reg, 2	Reg, 3	Reg, 4	Reg, 5	Reg, 6
Constante....	-1,231 (-0,244)	-2,675 (-0,546)	-2,272 (-0,449)	-2,893 (-0,574)	-3,3045 (-0,644)	-3,212 (-0,586)
TIPO	2,697 (2,034)**	2,894 (2,243)**	2,836 (2,222)**	2,813 (2,206)**	2,8857 (2,233)**	2,639 (1,995)*
FFLOAT	0,017 (0,607)	0,017 (0,642)	0,019 (0,708)	0,018 (0,663)	0,013 (0,45)	0,013 (0,475)
INT	-0,022 (-0,374)	-0,038 (-0,651)	-0,032 (-0,572)	-0,037 (-0,654)	0,0708 (0,388)	-0,026 (0,476)
INT2					-0,002 (-0,623)	
FAM	2,587 (1,331)	2,590 (1,376)	2,467 (1,322)	2,519 (1,368)	2,024 (1,002)	2,306 (1,214)
TAMCJO ...	-0,202 (-0,104)	0,406 (0,229)	0,335 (0,189)	0,418 (0,237)	0,4648 (0,26)	0,564 (0,301)
PORINT	0,094 (2,152)**	0,098 (2,321)**	0,097 (2,298)**	0,097 (2,308)**	0,104 (2,37)**	0,095 (2,210)**
CEOPRE	-2,285 (-1,832)*	-1,896 (-1,647)	-1,974 (-1,709)	-1,843 (-1,556)	-1,9032 (-1,587)	-2,026 (-1,618)
ENDEUD ..	-0,120 (-3,268)**	-0,119 (-3,246)**	-0,116 (-3,103)**	-0,116 (-3,243)**	-0,1166 (-3,237)**	-0,120 (-3,180)**
PAYOUT ...	0,005 (0,233)	-0,018 (0,542)	0,015 (0,504)	0,010 (0,474)	0,0147 (0,631)	0,005 (0,246)
SALVS	-0,312 (-0,215)	-0,140 (-0,071)	-0,225 (-0,157)	0,092 (-0,063)	0,045 (0,03)	0,018 (0,008)
EDAD.....	-0,096 (-0,422)	-0,045 (-0,206)	-0,058 (-0,275)	-0,055 (-0,262)	-0,0275 (-0,126)	-0,063 (-0,290)
LNAT	0,554 (0,843)	0,337 (0,590)	0,332 (0,553)	0,347 (0,607)	0,348 (0,602)	0,407 (0,688)
RENTDIF ..	0,002 (0,188)					
ROI		0,023 (0,287)				
ROE			-6,213E-04 (-0,010)			
CF				0,034 (0,335)	0,0306 (0,297)	0,053 (0,493)
QFP						0,081 (0,415)
F-test	2,095**	2,159***	2,147***	2,163**	2,000*	1,963*
R ² ajustado .	0,240	0,243	0,241	0,243	0,230	0,227
N	46	48	48	48	48	47

* Estadísticamente significativo a un nivel del 10%.

** Estadísticamente significativo a un nivel del 5%.

*** Estadísticamente significativo a un nivel del 1%.

5. CONCLUSIONES

El presente artículo analiza la reacción del mercado ante los anuncios de adopción de las recomendaciones del Código de Buen Gobierno o Código Olivencia realizados por las empresas españolas admitidas a cotización oficial en el Mercado Continuo de la Bolsa de Madrid. Los resultados obtenidos muestran que el mercado valora positivamente estos anuncios especialmente en el caso de empresas que anuncian la aprobación de un reglamento interno del Consejo de Administración ajustado al Código. En cambio, no se observan rendimientos anormales significativos para el caso de empresas que anuncian la adopción de ciertas recomendaciones puntuales de forma aislada. Estos resultados sugieren que los inversores valoran positivamente la adopción de prácticas de buen gobierno por las empresas españolas, pero únicamente en los casos en que dicha adopción conlleva una reestructuración significativa de las responsabilidades, estructura y funcionamiento del Consejo de Administración.

Igualmente, observamos que son las empresas con un menor nivel de endeudamiento y aquellas con un mayor porcentaje de consejeros ejecutivos las que presentan mayores rentabilidades anormales. La interpretación de este resultado sugiere que los inversores valoran positivamente el incremento en la capacidad supervisora del Consejo que se produce como consecuencia de la adopción de las recomendaciones del Código de Buen Gobierno, en el caso de aquellas empresas en las que es reducido el poder disciplinador del endeudamiento y en las que los directivos ostentan un mayor poder al ocupar una mayor proporción de los puestos del Consejo.

De un modo general, podemos interpretar que los resultados obtenidos apuntan a la utilidad de los Códigos de Buen Gobierno como instrumentos para mejorar las estructuras de gobierno corporativo de las empresas. La evidencia obtenida para nuestro país está de acuerdo con la referida para el caso del Reino Unido por PEASNELL *et al.* (1999) y por DAHYA *et al.* (2002). Estos autores concluyen que la promulgación del Código Cadbury ha sido beneficiosa para las empresas británicas pues ha tenido un impacto positivo en la calidad de la información financiera emitida por las empresas y que las sustituciones de los máximos ejecutivos, como respuesta a los bajos rendimientos empresariales, se han incrementado a raíz de la promulgación del Código. En nuestro caso, los resultados sugieren igualmente un efecto positivo para las empresas asociado a la adopción de las recomendaciones recogidas en el Código Olivencia.

Trabajos futuros que analicen los determinantes de la adopción de las recomendaciones del Código por parte de las empresas españolas, así como el rendimiento a largo plazo de las empresas que adoptan las recomendaciones, permitirán complementar el presente estudio en su intento de analizar el papel ejercido por el Código de Buen Gobierno español en la mejora de las estructuras de gobierno de las empresas admitidas a cotización oficial en nuestro mercado.

BIBLIOGRAFÍA

- AGRAWAL, A; KNOEBER C.R., (1996): «Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31, n.º 3, 377-397.
- ANDRÉS, P.; AZOFRA, V.; RODRÍGUEZ J.A., (1997): «Endeudamiento, oportunidades de crecimiento y estructura contractual: un contraste empírico para el caso español», *Actas de las XIII Jornadas de Economía Industrial*, Madrid.
- AUSTRALIAN INVESTMENT MANAGERS ASSOCIATION, (1995): *A Guide for investment managers & A statement of recommended corporate practice*.
- BARNHART, S.W., MARR, M.W.; ROSENSTEIN, S., (1994): «Firm performance and board composition: Some new evidence», *Managerial and Decision Economics*, 15, 329-340.
- BAYSINGER, B.; BUTLER, H., (1985): «Corporate governance and the Board of Directors: Performance effects of changes in board composition», *Journal of Law, Economics and Organization*, 1, 101-124.
- BEATTY, R.P.; ZAJAC, E.J., (1987): «CEO changes and firm performance in large corporation: succession effects and manager effects», *Strategic Management Journal*, n.º 8, 305-317.
- BERGER, P.G.; OFEK, E.; YERMARCK, D.L., (1997): «Managerial entrenchment and capital structure decisions», *Journal of Finance*, 52, 1.411-1.438.
- BERLE, A.; MEANS, G., (1932): *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan, New York.
- BRICKLEY, J.A.; COLES, J.L.; JARRELL, G., (1997): «Leadership structure: Separating the CEO and Chairman of the Board», *Journal of Corporate Finance*, 3, 189-220.
- BROWN, S.J.; J.B. WARNER, (1980): «Measuring security price performance», *Journal of Financial Economics*, 8, 3-40.
- BROWN, S.J.; J.B. WARNER, J.B., (1985): «Using daily stock returns: The case of event studies», *Journal of Financial Economics*, 14, 3-31.
- BUCKLAND, R., (2001): *UK IPO Board structures and post-issue performance, Working Paper*, University of Aberdeen.
- CADBURY, SIR ADRIAN, (1992): *Report of the committee on the financial aspects of corporate governance*, GEE & Co. Ltd, London.
- CHO, M.H., (1998): «Ownership structure, investment and the corporate value: an empirical analysis», *Journal of Financial Economics*, 47, 103-121.
- CÓDIGO DE BUEN GOBIERNO (Informe Olivencia), (1998): *El gobierno de las sociedades cotizadas*, CNMV.

- COMMITTEE FOR THE CORPORATE GOVERNANCE OF LISTED COMPANIES IN ITALY, (1999): *Report & code of conduct (Preda Code)*.
- COMMONWEALTH ASSOCIATION FOR CORPORATE GOVERNANCE –CACG–, (1999): *Principles of best business practice for the Commonwealth*.
- CORNETT, M.; TRAVLOS, N., (1989): «Information effects associated with debt-for-equity and equity-for-debt exchange offers», *Journal of Finance*, 44, 451-468.
- CORRADO, C.J., (1989): «A nonparametric test for abnormal security-price performance in event Studies», *Journal of Financial Economics*, 23, 385-395.
- CRISPÍ, R.; GARCÍA-CESTONA, M.A., (1998): «Ownership and control: A Spanish survey. In European Corporate Governance Network Report» (ed.) *The Separation of ownership and control: A Survey of seven European countries*.
- DAHYA, J., MCCONNELL, J.J.; TRAVLOS, N.G., (2002): «The Cadbury Committee, corporate performance and top management turnover», *The Journal of Finance* 57, 461-483.
- DEMSETZ, H., (1983): «The structure of ownership and the theory of the firm», *Journal of Law & Economics*, Vol. XXVI, 375-390.
- DENIS, D. J.; T.A. KRUSE, (1999): «Managerial discipline and corporate restructuring following performance decline», *Working Paper*, Purdue University.
- DENIS, J.D.; SARIN, A., (1999): «Ownership and board structures in publicly traded companies», *Journal of Financial Economics*, 52, 187-223.
- DODD, P.; WARNER, J., (1983): «On corporate governance: A study of proxy contests», *Journal of Financial Economics*, 11, 401-438.
- FACCIO, M; LANG, L.H., (2001): «The separation of ownership and control. An analysis of ultimate ownership in Western European corporations», *Working Paper* Università Cattolica de Milano.
- FACCIO, M.; LASFER, M.A., (2001): «Managerial ownership, board structure and firm value: The U.K. evidence», *Working Paper* Università Cattolica de Milano.
- FAMA, E., (1970): «Efficient capital markets: A review of theory and empirical work», *Journal of Finance*, 383-423.
- FAMA, E., (1980): «Agency problems and the theory of the firm», *Journal of Political Economy*, 88, n.º 2, 288-307.
- FAMA, E.; JENSEN, M., (1983): «Separation of ownership and control», *Journal of Law and Economics*, 26, 301-325.
- FERNÁNDEZ, A.I., GÓMEZ-ANSÓN, S.; FERNÁNDEZ, C., (1998a): «El papel supervisor del Consejo de Administración sobre la actuación gerencial: evidencia para el caso español», *Investigaciones Económicas*, 22, 501-516.
- FERNÁNDEZ, A.I., GÓMEZ-ANSÓN, S.; FERNÁNDEZ, C., (1998b): «The effect of Board size and composition on corporate performance. In Balling, M., Hennesy, E. and O'Brien, R.» (eds.) *Corporate Governance, Financial Markets and Global Convergence*, Kluwer Academic Publishers, The Netherlands, 1-14.

- FERNÁNDEZ, C., (1999): *Estudio de la actuación del Consejo en los procesos de sustitución de directivos*, Mimeo, Universidad de Oviedo.
- FRANKS, J.R.; MAYER, C., (1994): «Ownership and control in Germany», *Working Paper*, London Business School.
- FRANKS, J.; MAYER, C., (1997): «Corporate ownership and control in the U.K., Germany and France», *Journal of Applied Corporate Finance*, n.º 9, 30-45.
- GALVE, C.; SALAS, V., (1993): «Propiedad y resultados de la gran empresa española», *Investigaciones Económicas*, 17, 207-238.
- GALVE, C.; SALAS, V., (1995): «Propiedad y resultados de la empresa: teoría y evidencias empíricas», *Información Comercial Española*, 740, 119-129.
- GISPERT, C., (1998): «Board turnover and firm performance in Spanish companies», *Investigaciones Económicas*, 22, 517-536.
- GONZÁLEZ, V.M., (1997): «La valoración por el mercado de capitales español de la financiación bancaria y de las emisiones de obligaciones», *Investigaciones Económicas*, 21, 111-128.
- GORTON, G.; SCHMID, F., (1996): *Universal banking and the performance of German firms*. Working paper 5.453, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- GROSSMAN, S.; HART, O., (1980): «Takeover bids, the free-ride problem and the theory of the corporation», *Bell Journal of Economics*, 11, 42-64.
- HARRIS, M.; RAVIV, M., (1991): «The theory of capital structure», *Journal of Finance*, 46, 297-355.
- HART, O., (1983): «The market mechanism as an incentive scheme», *Bell Journal of Economics*, 14, 366-382.
- HART, O.; MOORE, J., (1995): «Debt and seniority: An analysis of the role of hard claims in constraining management», *American Economic Review*, 52, 567-585.
- HERMALIN, B.E.; WEISBACH, M.S., (1991): «The effects of board composition and direct incentives on firm performance», *Financial Management*, 20, 101-112.
- HERMALIN, B.E.; WEISBACH, M.S., (1998): «Endogeneously chosen boards and their monitoring of the CEO», *American Economic Review*, n.º 88, 96-118.
- HILLIER, D.; MCCOLGAN, P., (2001): «Insider ownership and corporate value: An empirical test from the U.K. corporate sector», *Working Paper*, University of Strathclyde.
- HIMMELBERG, C.P., HUBBARD R. G.; PALIA D., (1999): «Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance», *Journal of Financial Economics*, 53, 353-384.
- INTERNATIONAL CORPORATE GOVERNANCE NETWORK, (1999): *ICGN statement on global corporate governance principles*.
- IRISH ASSOCIATION OF INVESTMENT MANAGERS, (1999): *Corporate governance, share option and other incentive schemes*.

- JENSEN, M., (1986): «Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers», *American Economic Review*, 76, 323-329.
- JENSEN, M., (1993): «The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems», *Journal of Finance*, n.º 48, 831-880.
- JENSEN, M.; MECKLING, W., (1976): «Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure», *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- JENSEN, M.C.; WARNER, J.B., (1988): «The distribution of power among corporate managers, shareholders, and directors», *Journal of Financial Economics*, 20, 3-24.
- JENSEN, M.; RUBACK, R.S., (1983): «The market for corporate control: The scientific evidence», *Journal of Financial Economics*, 11, 5-55.
- KANG, J.K.; SHIVDASANI, A., (1995): «Firm performance, corporate governance, and top executive turnover in Japan», *Journal of Financial Economics*, 38, 29-58.
- KAPLAN, S.N., (1994): «Top executives, turnover and firm performance in Germany», *Journal of Law, Economics and Organization*, n.º 10, 125-160.
- KIM, Y.C., STULZ, R.M., (1988): «The eurobond market and corporate financial policy: a test of the clientele hypothesis», *Journal of Financial Economics*, n.º 22, 189-205.
- KLEIN, A., (1996): *Firm Performance and board committee structure. Working Paper*, New York University. New York.
- KOSE, J.; LEMMA, W.S., (1998): «Corporate governance and board effectiveness», *Journal of Banking and Finance*, n.º 22, 371-403.
- LA PORTA, R., LOPEZ-DE -SILANES, F., SHLEIFER, A.; VISHNY, R.W., (1999): «Corporate ownership around the world», *Journal of Finance*, 1.131-1.150.
- MCCONNELL, J.J.; SERVAES, H., (1990): «Additional evidence on equity ownership and corporate value», *Journal of Financial Economics*, 27, 595-612.
- MORCK, R., SHLEIFER, A.; VISHNY, R.W., (1988): «Management ownership and market valuation: an empirical analysis», *Journal of Financial Economics*, 20, 293-315.
- MORCK, R., SHLEIFER, A.; VISHNY, R.W., (1990): «Do managerial objectives drive bad acquisitions», *Journal of Finance*, 20, 31-48.
- OECD, Meeting of the OECD Council at Ministerial Level (1999) *OECD Principles of Corporate Governance*.
- PARK, Y. W.; SHIN, H., (2001): «Board composition and earnings management in Canada», *Working Paper*, University of Lethbridge.
- PEASNELL, K.V., POPE, P.F.; YOUNG, S., (1999): «Accrual management to meet earnings targets: Did Cadbury made a difference», *Working Paper*, University of Lancaster.

- PETERS REPORT, COMMISSIE CORPORATE GOVENANCE, (1997): *Corporate Governance in Nederland: Een aanzet tot verandering en een uitmodiging tot discussie*.
- REINGANUM, M.C., (1985): «The effect of executive succession on stockholder wealth», *Administrative Science Quarterly*, Marzo, 46-60.
- RODRÍGUEZ, J.A., (1997): *Capital, control y resultados en la gran empresa*, Secretariado de Publicaciones e Intercambio Científico, Universidad de Valladolid, Valladolid.
- ROSENSTEIN, S.; WYATT, J.G., (1990): «Outside directors, board independence and shareholder wealth», *Journal of Financial Economics*, 26, 175-191.
- SAFFIEDDINE, A.; TITMAN, S., (1996): «Debt and corporate performance: Evidence from unsuccessful takeovers», *Working paper*, Broad Graduate School of Management, Michigan State University.
- SHARPE, S., (1964): «Capital asset pricing: A theory of market equilibrium under conditions of risk», *Journal of Finance*, 19, 425-442.
- SHIVDASANI, A; YERMACK, D., (1999): «CEO Involvement in the Selection of New Board Members: An Empirical Analysis», *The Journal of Finance*, vol 54, 5, 1.829-1.853.
- SHLEIFER, A.; VISHNY, R., (1986): «Large shareholders and corporate control», *Journal of Political Economy*, n.º 94, 461-488.
- SHLEIFER, A.; VISHNY, R.W., (1997): «A survey of corporate governance», *Journal of Finance*, n.º 52, 737-783.
- SHORT, H.; KEASY, K., (1999): «Managerial ownership and the performance of firms: evidence from the U.K.», *Journal of Corporate Finance*, 5, 79-101.
- SPANISH SUPERVISORY AGENCY (CNMV), (2001): *Análisis de los resultados del cuestionario sobre el código de buen gobierno relativo al ejercicio 2000*.
- TORONTO STOCK EXCHANGE COMMITTEE ON CORPORATE GOVERNANCE IN CANADA, (1994): *Where Were The Directors?, Guidelines for Improved Corporate Governance in Canada*.
- VIÉNOT REPORT –CNPF–, (1995): *Le Conseil d'Administration des Sociétés Cottiées*.
- WEIR, C.; LAING, D., (2000): *The Cadbury Committee and the governance-performance relationship: an empirical analysis of the effects of Cadbury recommendations on UK firm performance*, Working Paper, Aberdeen Business School.
- WEISBACH, M.S., (1988): «Ouside directors and CEO turnover», *Journal of Financial Economics*, 20, 431-460.
- YAFEH, Y.; YOSHA, O., (1996): «Large shareholders and banks: Who monitors and how?», *Working paper*, Hebrew University, Jerusalem, Israel.
- YERMACK, D., (1996): «Higher market valuation of companies with a small board of directors», *Journal of Financial Economics*, 40, 185-211.

ANEXO I. RECOMENDACIONES DEL CÓDIGO OLIVENCIA (FEBRERO 1998)

1. Que el Consejo de Administración asuma expresamente como núcleo de su misión la función general de supervisión, ejerza con carácter indelegable las responsabilidades que comporta y establezca un catálogo formal de las materias reservadas a su conocimiento.
2. Que se integre en el Consejo de Administración un número razonable de consejeros independientes, cuyo perfil responda a personas de prestigio profesional desvinculadas del equipo ejecutivo y de los accionistas significativos.
3. Que en la composición del Consejo de Administración los consejeros externos (dominicales e independientes) constituyan una amplia mayoría sobre los ejecutivos y que la proporción entre dominicales e independientes se establezca teniendo en cuenta la relación existente entre el capital integrado por paquetes significativos y el resto.
4. Que el Consejo de Administración ajuste su dimensión para lograr un funcionamiento más eficaz y participativo. En principio, el tamaño adecuado podría oscilar entre cinco y 15 miembros.
5. Que, en caso de que el Consejo opte por la fórmula de acumulación en el Presidente del cargo de primer ejecutivo de la sociedad, adopte las cautelas necesarias para reducir los riesgos de la concentración de poder en una sola persona.
6. Que se dote de mayor relevancia a la figura del Secretario del Consejo, reforzando su independencia y estabilidad y destacando su función de velar por la legalidad formal y material de las actuaciones del Consejo.
7. Que la composición de la Comisión Ejecutiva, cuando ésta exista, refleje el mismo equilibrio que mantenga el Consejo entre las distintas clases de consejeros, y que las relaciones entre ambos órganos se inspiren en el principio de transparencia, de forma que el Consejo tenga conocimiento completo de los asuntos tratados y de las decisiones adoptadas por la Comisión.
8. Que el Consejo de Administración constituya en su seno Comisiones delegadas de control, compuestas exclusivamente por consejeros externos, en materia de información y control contable (Auditoría); selección de consejeros y altos directivos (Nombramientos); determinación y revisión de la política de retribuciones (Retribuciones); y evaluación del sistema de gobierno (Cumplimiento).
9. Que se adopten las medidas necesarias para asegurar que los consejeros dispongan con la antelación precisa de la información suficiente, específicamente elaborada y orientada para preparar las sesiones del Consejo, sin que pueda eximir de su aplicación, salvo en circunstancias excepcionales, la importancia o naturaleza reservada de la información.
10. Que, para asegurar el adecuado funcionamiento del Consejo, sus reuniones se celebren con la frecuencia necesaria para el cumplimiento de su misión; se fomente por el Presidente la intervención y libre toma de posición de todos los consejeros; se cuide especialmente la redacción de las actas y se evalúe, al menos anualmente, la calidad y eficiencia de sus trabajos.
11. Que la intervención del Consejo en la selección y reelección de sus miembros se atenga a un procedimiento formal y transparente, a partir de una propuesta razonada de la Comisión de Nombramientos.
12. Que las sociedades incluyan en su normativa la obligación de los consejeros de dimitir en los supuestos que puedan afectar negativamente al funcionamiento del Consejo o al crédito y reputación de la sociedad.

13. Que se establezca una edad límite para el desempeño del cargo de consejero, que podría ser de 65 a 70 años para los consejeros ejecutivos y el Presidente, y algo más flexible para el resto de los miembros.
14. Que se reconozca formalmente el derecho de todo consejero a recabar y obtener la información y el asesoramiento necesarios para el cumplimiento de sus funciones de supervisión, y se establezcan los cauces adecuados para el ejercicio de este derecho, incluso acudiendo a expertos externos en circunstancias especiales.
15. Que la política de remuneración de los consejeros, cuya propuesta, evaluación y revisión debe atribuirse a la Comisión de retribuciones, se ajuste a los criterios de moderación, relación con los rendimientos de la sociedad e información detallada e individualizada.
16. Que la normativa interna de la sociedad detalle las obligaciones que dimanen de los deberes generales de diligencia y lealtad de los consejeros, contemplando, en particular, la situación de conflictos de intereses, el deber de confidencialidad, la explotación de oportunidades de negocio y el uso de activos sociales.
17. Que el Consejo de Administración promueva la adopción de las medidas oportunas para extender los deberes de lealtad a los accionistas significativos, estableciendo, en especial, cautelas para las transacciones que se realicen entre éstos y la sociedad.
18. Que se arbitren medidas encaminadas a hacer más transparente el mecanismo de delegación de votos y a potenciar la comunicación de la sociedad con sus accionistas, en particular con los inversores institucionales.
19. Que el Consejo de Administración, más allá de las exigencias impuestas por la normativa vigente, se responsabilice de suministrar a los mercados información rápida, precisa y fiable, en especial cuando se refiera a la estructura del accionariado, a modificaciones sustanciales de las reglas de gobierno, a operaciones vinculadas de especial relieve o a la autocartera.
20. Que toda la información financiera periódica que, además de la anual, se ofrezca a los mercados se elabore conforme a los mismos principios y prácticas profesionales de las cuentas anuales, y antes de ser difundida, sea verificada por la Comisión de Auditoría.
21. Que el Consejo de Administración y la Comisión de Auditoría vigilen las situaciones que puedan suponer riesgo para la independencia de los auditores externos de la sociedad y, en concreto, que verifiquen el porcentaje que representan los honorarios satisfechos por todos los conceptos sobre el total de los ingresos de la firma auditora, y que se informe públicamente de los correspondientes a servicios profesionales de naturaleza distinta a los de auditoría.
22. Que el Consejo de Administración procure evitar que las cuentas por él formuladas se presenten a la Junta General con reservas y salvedades en el informe de auditoría, y que, cuando ello no sea posible, tanto el Consejo como los auditores expliquen con claridad a los accionistas y a los mercados el contenido y alcance de las discrepancias.
23. Que el Consejo de Administración incluya en su informe público anual información sobre las reglas de gobierno, razonando las que no se ajusten a las recomendaciones de este Código.

ANEXO II. MUESTRA DE EMPRESAS

EMPRESAS	SECTOR DE ACTIVIDAD (SIBE)	AÑO ANUNCIO	TIPO DE ANUNCIO
1 Abengoa	Nuevas tecnologías	1998	Reglamento
2 Acciona	Construcción	2000	Reglamento
3 Aceralia	Metal-mecánica	1999	Reglamento
4 Acerinox	Metal-mecánica	1999	Parcial
5 Adofo Domínguez	Otras industrias y servicios	1999	Reglamento
6 Aldeasa	Otras industrias y servicios	1999	Reglamento
7 Amper	Metal-mecánica	1999	Reglamento
8 Argentaria	Bancos y financieras	1998	Reglamento
9 Asturiana de Zinc	Metal-mecánica	1999	Reglamento
10 Aumar	Comunicación	1998	Parcial
11 Avanzit	Nuevas tecnologías	2000	Reglamento
12 Azkar	Comunicación	1999	Reglamento
13 Azkoyen	Metal-mecánica	2000	Reglamento
14 Banco Guipuzcoano	Bancos y Financieras	1999	Reglamento
15 Banco Popular	Bancos y Financieras	1998	Parcial
16 Banco de Valencia	Bancos y Financieras	1999	Reglamento
17 Banco Zaragozano	Bancos y Financieras	1999	Reglamento
18 Bodegas y Bebidas	Alimentación	1999	Reglamento
19 CVNE	Alimentación	1999	Reglamento
20 Catalana Occidente	Bancos y Financieras	1999	Reglamento
21 Continente	Otras industrias y servicios	1998	Reglamento
22 Corp. Financiera Alba	Bancos y Financieras	2000	Reglamento
23 Corp. Mapfre	Bancos y Financieras	1999	Parcial
24 Cortefiel	Otras industrias y servicios	2000	Parcial
25 Cristalería española	Construcción	1999	Reglamento
26 Dinamia	Bancos y Financieras	1999	Parcial
27 Dragados	Construcción	1998	Parcial
28 Duro Felguera	Metal-mecánica	1999	Parcial
29 EIA	Petróleo y químico	1998	Parcial
30 ENCE	Petróleo y químico	1999	Parcial
31 Endesa	Electricidad	1998	Reglamento
32 FECSA	Electricidad	1998	Parcial
33 Hidrocantábrico	Electricidad	1999	Parcial
34 Iberdrola	Electricidad	1998	Parcial
35 Logista	Otras industrias y servicios	1999	Reglamento
36 Metrovacesa	Otras industrias y servicios	1999	Reglamento
37 Miquel y Costas	Petróleo y químico	1999	Parcial
38 Nicolás Correa	Metal-mecánica	1999	Reglamento
39 NH Hoteles	Otras industrias y servicios	1999	Reglamento
40 Obrascon Huarte	Construcción	1999	Reglamento
41 Picking Pack	Otras industrias y servicios	1999	Parcial

EMPRESAS	SECTOR DE ACTIVIDAD (SIBE)	AÑO ANUNCIO	TIPO DE ANUNCIO
42 Prima	Otras industrias y servicios	1998	Reglamento
43 Repsol	Petróleo y químico	1998	Reglamento
44 Sevillana de electricidad	Electricidad	1998	Parcial
45 Sogecable	Otras industrias y servicios	2000	Reglamento
46 Sol Meliá	Otras industrias y servicios	1999	Reglamento
47 Sos Arana	Alimentación	2000	Reglamento
48 Tabacalera	Alimentación	1998	Reglamento
49 Telefónica	Comunicación	1998	Reglamento
50 Tubacex	Metal-mecánica	1998	Reglamento
51 Unión Fenosa	Electricidad	1998	Parcial
52 Uralita	Construcción	1999	Reglamento
53 Vallehermoso	Otras industrias y servicios	2000	Reglamento
54 Vidrala	Otras industrias y servicios	1999	Reglamento
55 Viscofan	Alimentación	1999	Reglamento
56 Zardoya	Metal-mecánica	1999	Parcial
57 Zeltia	Petróleo y químico	1999	Reglamento

FUENTE: *Elaboración propia.*

ANEXO III. METODOLOGÍA DE SUCESOS

La metodología de eventos o sucesos (BROWN y WARNER, 1980, 1985) trata de estimar hasta qué punto son diferentes las rentabilidades observadas de un título ante el anuncio de un suceso, de las esperadas si tal suceso no se hubiera producido. En este sentido, la hipótesis nula asume la no existencia de rentabilidades en exceso, o anormales, definidas éstas como la diferencia entre la rentabilidad realmente observada y la esperada según el modelo, en un período temporal situado en torno al anuncio de un suceso determinado. Si la evidencia empírica rechaza dicha hipótesis, lo que demuestra la existencia de rentabilidades anormales, estadísticamente significativas, la magnitud de tales comportamientos anormales del título alrededor del momento en que, efectivamente, ocurre el suceso, constituirá una medida del impacto del mismo sobre la riqueza de los accionistas de la empresa afectada ⁸.

Para estimar dichas reacciones en exceso, o anormales, del precio de un título en un período de tiempo determinado alrededor de un suceso, es necesario elegir entre la utilización de datos de rentabilidades mensuales, o diarios ⁹, para estimar la rentabilidad esperada y, con ella, la rentabilidad anormal. También es preciso elegir un modelo a través del cual se van a generar estimaciones de las rentabilidades esperadas ¹⁰.

⁸ La hipótesis de la eficiencia del mercado en su forma semifuerte implica que el precio de las acciones refleja toda la información pública (Fama, 1970), por lo que la existencia de rentabilidades en exceso en torno al anuncio de un acontecimiento o suceso reflejará su impacto sobre los títulos de una empresa.

⁹ Véase BROWN y WARNER (1980, 1985) para un análisis de los estudios de sucesos que utilizan, respectivamente datos mensuales o diarios.

¹⁰ Véase para distintos modelos BROWN y WARNER (1980, 1985).

La utilización de datos de rentabilidades diarias frente a la de datos de rentabilidades mensuales tiene ciertas ventajas. En primer lugar, permite identificar un único día como el de anuncio de un suceso en vez de un mes, con lo que la probabilidad de coincidencia de varios anuncios simultáneos en el intervalo temporal elegido disminuye. Este hecho determina que disminuya, asimismo, para un cierto período de tiempo, la probabilidad de observación de rentabilidades en exceso determinadas por varios factores coincidentes, cosa que podría provocar correlaciones entre las distintas rentabilidades de la muestra de anuncios considerados. En segundo lugar, la utilización de datos de rentabilidades diarias permite identificar, con mayor facilidad, posibles anuncios simultáneos en el tiempo debidos a otros sucesos, por lo que se elimina el efecto de estos últimos. En tercer lugar, el uso de datos diarios permite concentrar la reacción del mercado ante un suceso determinado en un intervalo temporal más pequeño en torno a su anuncio. Por último, la frecuencia de rechazo de la hipótesis nula, si hay rentabilidades anormales en torno al día del anuncio de un suceso, es sensiblemente mayor si se utilizan datos de rentabilidades diarios, que si se emplean los mensuales. En este sentido, BROWN y WARNER (1985) demuestran que la frecuencia de rechazo de la hipótesis nula en presencia de rentabilidades anormales de un 1% en el día del anuncio de un suceso es tres veces superior cuando se utilizan datos de rentabilidades diarias que cuando se emplean datos de rentabilidades mensuales.

En cuanto al modelo elegido para estimar los parámetros característicos de los títulos de la empresa, BROWN y WARNER (1985) demuestran que la metodología de estudio de sucesos basada en el modelo de mercado, utilizando regresiones por mínimos cuadrados ordinarios y tests paramétricos estándares, está bien especificada bajo una amplia variedad de condiciones.

Pasamos, a continuación, a exponer, brevemente, el detalle de la metodología utilizada para determinar la respuesta en el precio de las acciones en torno a los días del anuncio de la adopción de prácticas de buen gobierno.

La rentabilidad anormal, o en exceso, ante un suceso, en un determinado día, se define como la diferencia entre la rentabilidad realmente observada y la esperada, calculada esta última tomando como base alguno de los modelos de valoración de activos con riesgo, de tal forma que:

$$RA_{jt} = R_{jt} - E[R_{jt}]$$

donde:

RA_{jt} = Rentabilidad residual, anormal o en exceso, del título j en el día t .

R_{jt} = Rentabilidad realmente obtenida por el título j en el día t . Esta rentabilidad está corregida por los dividendos repartidos, por los *splits* y por las ampliaciones de capital realizadas por la empresa.

$E[R_{jt}]$ = Rentabilidad esperada del título j en el día t . Esta rentabilidad se calcula mediante el modelo de mercado de SHARPE (1964).

El modelo de mercado establece una relación lineal entre la rentabilidad de un activo financiero y la rentabilidad de la cartera de mercado, de forma que:

$$\tilde{R}_{jt} = \alpha_j + \beta_j \tilde{R}_{mt} + \tilde{\varepsilon}_{jt}$$

donde:

\tilde{R}_{jt} = Variable aleatoria que representa la rentabilidad que ofrecerá el título j en el día t .

α_j = Parámetro que recoge la parte del rendimiento del título j no debida a variaciones del mercado.

β_j = Riesgo sistemático, no diversificable, o de mercado del título j .

\tilde{R}_{mt} = Rentabilidad de la cartera de mercado en el día t , calculada, en nuestro caso, a partir de la variación del Índice General de la Bolsa de Madrid. Así pues, $\beta_j \tilde{R}_{mt}$ mide la rentabilidad del título j que depende de las variaciones en la rentabilidad de la cartera de mercado.

$\tilde{\epsilon}_{jt}$ = Error aleatorio del modelo de regresión, cuya variabilidad representa el riesgo diversificable o específico, es decir, la fracción de la variabilidad del rendimiento del título que no depende del mercado, sino de factores específicos del título j .

La estimación de los parámetros característicos del título j mediante el modelo de mercado la hemos llevado a cabo considerando un intervalo temporal de 180 días, intervalo que comienza 200 días antes de la fecha del anuncio de adopción de prácticas de buen gobierno ($t = -200$, $t = -21$). Hemos elegido este intervalo de 180 días por las posibles ventajas que comporta elegir largos períodos de estimación, dada la posible correlación intertemporal de las rentabilidades en exceso, sobre todo si el período de la ventana del suceso es amplio (SALINGER, 1992). Asimismo, elegimos que el período de estimación finalizase 20 días antes del suceso, con el fin de excluir posibles rentabilidades en exceso, previas al anuncio del mismo.

Las rentabilidades anormales o en exceso en torno a los días del anuncio de la adopción de prácticas de buen gobierno se miden, como ya hemos mencionado, como la diferencia entre la rentabilidad realmente obtenida y la esperada, de tal manera que:

$$RA_{jt} = R_{jt} - (\alpha_j + \beta_j \tilde{R}_{mt})$$

donde:

RA_{jt} = Rentabilidad en exceso o anormal del título j en el día t .

A su vez, se calcula la rentabilidad promedio en exceso para la muestra considerada en un día t como:

$$\overline{RA}_t = (1/N) \sum_{j=1}^N RA_{jt}$$

donde:

\overline{RA}_t = Rentabilidad en exceso o anormal media para el conjunto de la muestra objeto de estudio.

N = Número de sucesos que componen la muestra.

Para probar la significación estadística de los resultados en este caso, se utilizaron dos tests estadísticos, uno paramétrico y otro no paramétrico mediante los cuales se ha tratado de contrastar la hipótesis nula de que la rentabilidad anormal, durante los días en torno al evento, es igual a cero. El test paramétrico es el propuesto por DODD y WARNER (1983). El test estadístico no paramétrico es una adaptación del estadístico de rangos propuesto por CORRADO (1989).

El test estadístico paramétrico, en primer lugar, y con la finalidad de obtener muestras idénticamente distribuidas, normaliza las rentabilidades en exceso diarias para cada título, utilizando la desviación típica de cada uno de ellos, esto es:

$$SRA_{jt} = (RA_{jt} / S_{jt})$$

donde:

$$S_{jt} = V_j^2 \left[1 + \frac{1}{ED} + \frac{(R_{mt} - \bar{R}_m)^2}{\sum_{i=1}^{ED} (R_{mi} - \bar{R}_m)^2} \right]$$

siendo:

S_{jt} = Desviación estándar estimada de las rentabilidades anormales del título j .

V_j^2 = Varianza residual sobre el período de estimación del modelo de mercado [-200, -21].

R_{mt} = Rentabilidad proporcionada por la cartera de mercado en el día t .

ED = Número de días que comprende el período de estimación (180 días).

A continuación, para cada título j se suman las rentabilidades anormales normalizadas experimentadas entre los días $t = a$ y $t = b$ que rodean al anuncio del hecho considerado como relevante (anuncio de adopción de prácticas de buen gobierno) para obtener de forma normalizada la rentabilidad anormal acumulada:

$$SRAC_j = \sum_{t=a}^b \frac{SRA_{jt}}{b - a + 1}$$

Puesto que los excesos de rentabilidad diarios se suponen normales e independientes a través del tiempo, se puede contrastar si el promedio de las rentabilidades anormales acumuladas es estadísticamente significativo distinto de cero, utilizando el siguiente estadístico Z que sigue una distribución normal de media nula y desviación típica igual a la unidad:

$$Z = \bar{N}(SRAC_{jt})$$

BROWN y WARNER (1985) demuestran la existencia de posibles problemas asociados a la utilización de metodologías basadas en el modelo de mercado y tests paramétricos estándar en el caso de pequeños tamaños muestrales. En estos casos, los tests paramétricos convencionales presentan un elevado nivel de curtosis, lo que induce a no poder aceptar literalmente los niveles de significación proporcionados por los mismos. Los tamaños muestrales con los que trabajamos aconsejan la utilización adicional de tests no paramétricos para contrastar la hipótesis nula. CORRADO (1989) desarrolla un test no paramétrico de rangos, con un mayor poder que los tests paramétricos convencionales, para contrastar la hipótesis nula. Dicho test estadístico es válido para tamaños muestrales superiores a 10 títulos. Utilizamos adicionalmente este test no paramétrico de rangos, que exponemos brevemente a continuación.

Para transformar la distribución de los excesos de rentabilidades observadas en una distribución uniforme a lo largo de todos los posibles valores de sus rangos ¹¹, se asigna un rango a cada rentabilidad observada de cada empresa j , tal que:

$$K_{jt} = \text{rango}(AR_{jt})$$

donde $AR_{jt} > AR_{ji}$ implica que $K_{jt} > K_{ji}$ en el día t, i ; siendo $t = -200, \dots, +20$ y $1 \leq j \leq 221$ ¹².

A continuación se calcula el estadístico T para un intervalo (a, b) como:

$$T = \frac{(1/N) \sum_{j=1}^N \sum_{t=a}^b (K_{jt} - 111) / S(K)}{b - a + 1}$$

donde $S(K)$ es la desviación estándar, determinada como:

$$S(K) = \sqrt{\frac{1}{221} \sum_{t=-200}^{+20} ((1/N) \sum_{j=1}^N (K_{jt} - 111))^2}$$

¹¹ La distribución de los valores de los rangos considerados muestra una distribución uniforme aun en presencia de asimetría en la distribución original de las rentabilidades anormales.

¹² Se asigna un rango tanto a las rentabilidades anormales observadas en la ventana del suceso $(-20, +20)$ como a las que se calculan para el período de estimación de los parámetros característicos de la empresa.