

## Resumen

Este trabajo analiza las diferencias en las prácticas de gobierno corporativo según el modelo de control, distinguiendo control gerencial, familiar y no familiar. El cumplimiento del código Unificado de buen Gobierno es mayor entre las sociedades bajo control gerencial, y menor entre las de control familiar. Este cumplimiento no presenta correlación significativa con la generación de valor empresarial. El cómputo de un índice de protección del equipo directivo ante posibles tomas de control (con prácticas inspiradas en Bebchuck *et al.*, 2009) muestra correlación, de forma significativa y negativa, con la generación de valor empresarial, siendo especialmente negativa para las empresas de control gerencial, y en menor medida para las de control familiar.

*Palabras clave:* gobierno corporativo, empresa familiar, prácticas de buen gobierno, estructura de propiedad, valor empresarial.

## Abstract

This paper analyzes the differences in corporate governance practices depending on the model of control: management control model, non-family control and family control models. The degree of compliance of the Spanish best practices code is larger for the management-controlled companies, while the lowest adoption occurs in the family-controlled companies. No statistically significant correlation is found between these practices and the generation of firms' value. However, those practices included in a protection index of management against possible takeovers (inspired in Bebchuck *et al.*, 2009) show a statistically significant negative correlation with the generation of firms' value, highly negative for management controlled companies and lower for family controlled firms.

*Key words:* corporate governance, family business, good governance practices, ownership structure, business value.

*JEL classification:* G30, G32, G34.

# PRÁCTICAS DE GOBIERNO CORPORATIVO Y MODELOS DE CONTROL: UNA APLICACIÓN A LAS SOCIEDADES COTIZADAS EN ESPAÑA

**Bartolomé PASCUAL FUSTER**

*Universitat de les Illes Balears*

**Carmen GALVE GÓRRIZ**

*Universidad de Zaragoza*

**Rafael CRESPI CLADERA**

*Universitat de les Illes Balears*

## I. INTRODUCCIÓN

La crisis financiera ha reavivado el debate sobre la relación entre la empresa y la sociedad de que forma parte, planteando dudas sobre si el modelo de empresa que caracteriza al capitalismo financiero es el mejor modelo desde el punto de vista del interés social. El capitalismo financiero alcanza su máxima expresión con las grandes empresas gerenciales cotizadas, las cuales se caracterizan por una separación efectiva entre quienes poseen la propiedad de la empresa y quienes ejercen el control de las decisiones gerenciales, consecuencia de la dispersión del accionariado y de la delegación de la capacidad de decisión en el *mánager profesional*. La separación de la propiedad y el control conlleva consecuencias económicas importantes, porque cada accionista posee escasos incentivos personales para incurrir en los costes de supervisar la labor de los gerentes, lo cual deja a éstos en una situación de amplia discrecionalidad a la hora de tomar decisiones en su propio beneficio.

En el extremo opuesto al capitalismo financiero se encuentra la

empresa familiar, la cual responde a un modelo de propiedad muy concentrada en manos de un número reducido de accionistas-gerentes, con una orientación a largo plazo en su gestión, un arraigamiento en la comunidad donde el emprendedor decide crear la empresa y un alto valor de la reputación, por lo que se cuidan con especial esmero las relaciones con todos los grupos de interés.

La evidencia empírica sobre empresas españolas cotizadas pone de manifiesto que entre ambos extremos se encuentran aproximadamente dos tercios de las empresas cotizadas, las cuales están controladas de forma minoritaria por una empresa o institución financiera, formando parte de una estructura *holding* que previsiblemente significará un notable grado de control de los accionistas sobre los gerentes.

Las dudas sobre la forma de empresa que mejor responde a los intereses de la sociedad reavivan el interés académico y político por conocer mejor la influencia de la propiedad sobre las prácticas de gobierno corporativo desarrolladas por las empresas,

según la naturaleza del accionista o del grupo que controla la sociedad, y su potencial impacto en el rendimiento de la empresa. La dispersión accionarial que caracteriza la empresa anglo-americana no se ajusta a la observada en la mayoría de los países europeos, entre los que se incluye España. En consecuencia, el debate en España no debe centrarse tanto sobre las implicaciones de una separación entre propiedad y control derivada de un accionariado disperso, sino sobre las implicaciones para la eficacia en la gestión de las empresas según la naturaleza del grupo de control: familias, bancos y otras empresas, o control gerencial.

El objetivo de este trabajo es analizar si las grandes empresas españolas cotizadas en el mercado continuo español, muestran diferencias significativas sobre un conjunto de prácticas de gobierno corporativo según estén bajo control familiar, bajo control no familiar (controladas generalmente por una estructura *holding*), o bajo control gerencial. Otros trabajos como Fernández-Rodríguez *et al.* (2004) han abordado la relación entre adopción de códigos de buen gobierno y valoración de la empresa. Santana y Aguiar (2004) analizan el nivel defensivo contenido en los estatutos sociales de las empresas españolas cotizadas en bolsa y obtienen, como resultado, que la utilización de disposiciones estatutarias defensivas es creciente en España. Por otro lado, Galve y Salas (2011) investigan las diferencias en comportamiento y resultados de las empresas familiares y no familiares cotizadas en bolsa, obteniendo como resultado, que las fuertes preferencias por mantener el control en el seno de la familia, restringen la maximización del beneficios en las empresas fami-

liares; resultado que anticipa la necesidad de ajustar las prácticas de gobierno y mecanismos de protección de los accionistas minoritarios a la naturaleza del grupo de control.

El presente trabajo parte de la hipótesis de que las prácticas de gobierno corporativo dependen de la naturaleza del accionista o grupo de propietarios que controla la empresa, mostrando hasta qué punto estas diferencias se reflejan en el valor de la empresa. La contribución del trabajo es doble: por un lado, aporta detallada evidencia empírica para el conjunto de sociedades cotizadas en España en la primera década del siglo XXI, en un contexto diferente a otros trabajos con objetivos similares referidos a empresas, sobre todo americanas e inglesas (por ejemplo, Gompers *et al.*, 2003), pero centrados en la generación de valor y el gobierno corporativo sin poner el acento en la problemática de la dispersión del accionariado y en su naturaleza. La segunda contribución es que permite abrir nuevos cauces para que, al diseñar los códigos de buen gobierno o al analizar su grado de cumplimiento, el nivel de concentración o dispersión del accionariado y la naturaleza del tipo de control sean tomados en consideración.

Desde un punto de vista metodológico, el trabajo está más próximo a una exposición de «hechos estilizados» sobre la relación entre propiedad, prácticas de gobierno y rendimiento, que de la formulación y posterior contraste de una rigurosa teoría sobre cómo la propiedad y el control de las empresas, quién y cómo lo ejerce repercuten en las prácticas de gobierno corporativo adoptadas y en el rendimiento de la empresa.

Dentro del objetivo de contribuir a proporcionar evidencias empíricas que configuran paulatinamente hechos estilizados, el apartado II del trabajo presenta información descriptiva sobre la composición, tamaño, estructura y retribución del Consejo de Administración. El apartado III contiene dos partes diferenciadas: por un lado, analiza las características de las empresas que cumplen en mayor medida con las recomendaciones de buenas prácticas y de aquellas que poseen un mayor índice de protección ante tomas de control. Finalmente, se muestra un ejercicio de correlación entre la adopción de estas prácticas de gobierno e índice de protección y la medida de valor de la empresa Q de Tobin, sin que se pueda prejuzgar causalidad. De los resultados de estos apartados se derivan un conjunto de conclusiones y recomendaciones.

## II. PRÁCTICAS DE GOBIERNO Y NATURALEZA DE CONTROL DE LA EMPRESA

En este epígrafe se definen, en primer lugar, a partir de las evidencias sobre la composición del accionariado, tres modelos de control de las sociedades cotizadas en España. En segundo lugar, para los modelos de control societario definidos, se muestran evidencias sobre un conjunto de prácticas de gobierno corporativo relacionadas con el Consejo de Administración. Estas evidencias pretenden responder a la cuestión de si las empresas familiares están más o menos comprometidas que las empresas no familiares y que las empresas gerenciales con las prácticas de buen gobierno. Este análisis incluye un conjunto de prácticas de protección y blindaje ante amenazas de

control externas que en el apartado siguiente se relacionan con una medida de valor de las empresas.

### 1. Definiendo los modelos de control: control familiar, gerencial y no-familiar

Los tres modelos de control considerados responden a las etiquetas de control familiar, control no familiar y control gerencial.

La definición de control familiar nos exige previamente establecer el concepto de empresa familiar. Dentro del colectivo de las empresas familiares puede diferenciarse entre los extremos: empresas de propiedad-control y gestión familiar, o sólo de capital familiar y gestión profesional ajena a la familia. La complejidad que puede adoptar su estructura de propiedad y organización, sobre todo entre las empresas familiares que cotizan en bolsa, hace que la delimitación precisa para determinar cuál es el porcentaje de capital familiar necesario para caracterizarlas como tales no sea trivial.

La relación de la familia con la empresa puede manifestarse de distintas formas. En este sentido se demuestra especialmente relevante la distinción de Villalonga y Amit (2006) entre familias «propietarias» (concentran derechos políticos y económicos), familias que «controlan» (tienen suficientes derechos políticos para controlar las decisiones importantes) y familias que «dirigen» la empresa (ocupan los puestos clave de gestión). Los autores analizan si la contribución a la creación de valor económico atribuible a la presencia de la familia en la empresa, depende de si la presencia se produce como familia propietaria,

como grupo de control o como equipo de gestión. Sus resultados muestran que la vinculación de la familia con la empresa crea valor principalmente cuando el empresario fundador dirige la empresa, una conclusión consistente con los resultados anteriores de Anderson y Reeb (2003) y Miller *et al.* (2007).

En este trabajo, una empresa es considerada familiar cuando la suma de las participaciones (directas e indirectas) en el capital social de la empresa en manos del accionista principal (particular) o en manos del grupo familiar (accionistas que comparten relación familiar) es superior a las sumas correspondientes a las participaciones en el capital social del resto de accionistas significativos de la empresa. Esta definición es más restringida que la utilizada en otros trabajos. La razón por la cual este trabajo requiere que el accionista principal o la familia (como grupo) sea el accionista de control para que una empresa se incluya en el grupo de familiares es que la propiedad accionarial en una parte importante de las empresas de la muestra está muy concentrada, por lo tanto resulta incongruente considerar a una empresa como familiar cuando otro grupo de accionistas no-familiares controla la empresa, aunque el núcleo familiar, el fundador o alguno de sus herederos siga formando parte de los órganos de gobierno de la compañía.

Se consideran empresas de control gerencial aquellas en las que ningún accionista dispone de una participación superior al 5 por 100 de los derechos de voto de la sociedad. Finalmente, las empresas de control no-familiar son aquellas en las que la participación principal superior al 5 por 100 no recae en un individuo o

familia, o bien cuando éstos son el principal accionista, existen grupos de accionistas corporativos cuya suma de derechos de voto supera los del principal accionista.

### 2. Muestra y estructura de propiedad

La muestra está compuesta por todas las sociedades incluidas en el Sistema de Interconexión Bursátil Español (SIBE), excepto las del segmento Latibex, al final de cada uno de los ejercicios que van de 2004 a 2009 que han depositado el Informe Anual de Gobierno Corporativo (IAGC) en la CNMV. Para el ejercicio 2004 ello implica contar con 118 sociedades, 119 en 2005, 126 en 2006, 135 en 2007, 130 en 2008 y 124 en 2009. Los datos contables y la información sobre mercados financieros utilizados en el trabajo se obtienen de la base de datos Thomson One Banker.

La información estadística del cuadro n.º 1 sobre la distribución de las empresas de la muestra por grupos de control, destaca que, para el conjunto de la muestra de las 752 empresas/años analizadas, el 73,8 por 100 de las empresas cotizadas en el Mercado Continuo español son catalogadas como empresas de control no familiar (controladas por otra empresa, o institución financiera nacional o por capital extranjero), y el 22,2 por 100 de las empresas son controladas por un grupo familiar. La fracción de las empresas bajo control gerencial es apenas del 4 por 100, si bien de gran interés a efectos de comparación con los restantes grupos por ser la forma dominante en los mercados anglosajones. Es relevante destacar que las agrupaciones de control societario no responden únicamente a un tamaño de empresa.

CUADRO N.º 1

## COMPOSICIÓN DE LA MUESTRA POR TIPOLOGÍA DE CONTROL (\*)

PANEL A	AGRUPACIONES DE CAPITALIZACIÓN						Capitalización media (millones €)
	# Obs.	Porcentaje	Ibex35	N.º IBEX35			
				Elevada	Intermedia	Reducida	
Control gerencial .....	30	4	40	10	30	20	25.600
Control no-familiar .....	555	73,8	31,5	20,4	25,6	22,5	4.370
Control familiar .....	167	22,2	10,8	28,1	28,1	32,9	1.610
Total # Obs. ....	752	100	205	163	198	186	4.640

  

PANEL B	AGRUPACIONES POR SECTOR DE ACTIVIDAD					
	Petróleo y energía	Materiales básicos, industria y construcción	Bienes de consumo	Servicios de consumo	Servicios financieros e inmobiliarios	Tecnología y comunicaciones
Control gerencial .....	0	23,3	23,3	10,0	40,0	3,3
Control no familiar .....	11,7	26,5	19,6	10,8	24,7	6,7
Control familiar .....	0	16,8	42,5	19,2	21,6	0
Total # Obs. ....	65	182	187	95	185	38

Nota: En el Panel A aparece la distribución porcentual de cada grupo de sociedades según las agrupaciones de capitalización. Entre las sociedades no pertenecientes al Ibex35 se distinguen las de capitalización elevada, superior a los 1.000 millones de euros; las de capitalización reducida, por debajo de los 250 millones de euros; y las de capitalización intermedia, situada entre los dos grupos anteriores. Los datos de capitalización corresponden al promedio de la capitalización bursátil del último día hábil bursátil de los tres últimos ejercicios. En la última columna aparece la capitalización media de todas las observaciones dentro de cada grupo de empresas, en millones de euros. En el Panel B aparece la distribución porcentual de cada tipo de sociedad por sector de actividad siguiendo la clasificación de la Bolsa de Madrid. Datos calculados para la muestra desde el año 2004 hasta el 2009.

Fuente: Elaboración propia.

Efectivamente, la distribución de las empresas de la muestra agrupadas por cuatro niveles de capitalización en el cuadro n.º 1 muestra cierta uniformidad, si bien abundan más las empresas de control gerencial y menos las de control familiar entre las del Ibex35, también es importante la proporción de empresas familiares dentro del subgrupo de empresas con cotización elevada, el 28,1 por 100. La información sobre la identidad del accionista principal se complementa en el cuadro número 2 según los diversos grupos de control. La premisa de esta clasificación es que los incentivos de los accionistas a ejercer la supervisión y vigilancia sobre la gestión variarán según su participación en el capital. Los datos revelan que para las empresas controladas por un grupo familiar la participación media de la familia en el capital es mayoritaria, el 51,7 por 100 (mediana 54 por 100), indicativo de un notable control de los accionis-

tas familiares sobre los gerentes. La participación de otros socios externos en el capital social de las empresas familiares es únicamente destacable para otras empresas no financieras, con un promedio del 7,7 por 100, muy acentuado

para unas pocas observaciones, pues el valor de la mediana es próximo a cero.

En el otro extremo, las empresas bajo control gerencial se caracterizan por una elevada pro-

CUADRO N.º 2

## PROPIEDAD ACUMULADA POR TIPOLOGÍA DE ACCIONISTAS Y MODELOS DE CONTROL (\*)

	Entidades bancarias	Inversores financieros no bancarios	Empresas no financieras	Individuos y familias	Capital flotante
Control gerencial .....	0	0,45	0,23	1,44	97,64
	0	0	0	1,29	98,18
Control no familiar .....	12,17	11,60	24,60	8,79	41,69
	0	5,00	13,69	0,77	39,27
Control familiar .....	3,94	3,80	7,72	51,71	31,87
	0	0,48	0,03	54,30	30,49
Total .....	9,86	9,43	19,88	18,03	41,74
	0	3,34	8,85	5,04	38,20

Nota: Los valores mostrados son el porcentaje promedio y la mediana del porcentaje de la participación de cada tipo de accionista en las empresas de la muestra. Se han obviado los datos referidos a participación estatal y autocartera por insignificantes. El capital flotante recoge la proporción de las acciones de cada empresa que no está en manos de un accionista significativo identificado. Datos calculados para la muestra desde el año 2004 hasta el 2009.

Fuente: Elaboración propia.

porción de capital flotante, donde las acciones se encuentran en manos de inversores anónimos con proporciones muy pequeñas de capital, siendo el valor medio de la participación individual del 1,4 por 100, indicativo de la amplia discrecionalidad gerencial en la toma de decisiones.

Las denominadas empresas no familiares tienen niveles de capital flotante próximos al 40 por 100 y los grupos de propietarios relevantes son las empresas no financieras (24,6 por 100) e inversores financieros, bancarios y no bancarios (23,7 por 100 en total). Las grandes diferencias observadas entre los valores medios y sus medianas denotan la importante asimetría existente en las empresas no familiares en cuanto al grado de concentración de la propiedad.

### 3. Características de los consejos de administración por modelos de control

La estructura de propiedad y los incentivos de supervisión tienen su reflejo en los órganos de gobierno en función de los modelos de control. En este apartado se pretende conocer si las empresas familiares están más o menos comprometidas que las empresas no familiares y las gerenciales con las prácticas de buen gobierno. Para ello y en los apartados siguientes se muestra información descriptiva relativa al Consejo de Administración y a un conjunto de prácticas de gobierno que presentan diferencias entre las sociedades con modelos de control diferentes, cuadro número 3.

Los datos del cuadro n.º 3 permiten relacionar la estructura de propiedad y la composición del consejo de administración, y re-

CUADRO N.º 3  
**CARACTERÍSTICAS DE LOS CONSEJOS DE ADMINISTRACIÓN POR MODELOS DE CONTROL (a)**

<i>Mediana (b)</i>	<i>Control gerencial</i>	<i>Control no familiar</i>	<i>Control familiar</i>	<i>Total</i>
<i>Composición del consejo de administración (c)</i>				
Ejecutivos (c) .....	25,7	15,4	33,3	19,4
Dominicales (c) .....	10,8	46,7	33,3	41,7
Independientes (c) .....	60,0	31,3	30,0	32,5
Mujeres (c) .....	2,8	5,8	8,9	6,4
Consejeros propuestos por la CNR (c) .....	67,4	70,0	36,4	56,7
Empresas donde el presidente es el 1.º ejecutivo (d) ..	90,0	52,1	71,9	58,0
<i>Tamaño (e)</i> .....	10	11	9	10
<i>Número de reuniones (*)</i> .....	11	10	8	9
<i>Duración media (años) de los mandatos (f)</i>				
Consejeros .....	9,21	5,53	7,97	6,07
Independientes .....	5,73	4,86	5,29	5,03

**Notas:**  
 (a) Datos referidos al período comprendido entre 2004 y 2009.  
 (b) Valores medianos referidos a la composición del consejo de administración.  
 (c) En porcentajes sobre el total de miembros del consejo de administración.  
 (d) El porcentaje de empresas donde el máximo ejecutivo es el presidente se calcula sobre el total de sociedades de cada grupo de empresas.  
 (e) El tamaño es el número de consejeros, que, al igual que el número de reuniones, se mide al año.  
 (f) La duración mediana (de la media dentro de cada empresa) de los mandatos también está expresada en años.  
 (\*) Número de reuniones al año.  
 Fuente: Elaboración propia.

velan que las empresas familiares, siguiendo las recomendaciones del Código Unificado, reservan un tercio de los puestos para consejeros independientes, proporción similar a la de directivos ejecutivos, y a la de consejeros dominicales. Es notorio resaltar que en las empresas bajo control gerencial un 25,7 por 100 de los puestos del consejo son ocupados por ejecutivos de la empresa, y un 60 por 100 por consejeros independientes. Por último, en las empresas no familiares, la estructura del Consejo reproduce en cierto modo la estructura de propiedad, asignando una proporción de independientes algo menor a la que les correspondería por el capital flotante.

El cuadro n.º 3 también computa los valores medianos del número de consejeros y el número de reuniones anuales, los cuales no difieren sustancialmente entre los tres modelos de control societario. La duración media (años)

de los mandatos de los consejeros es sensiblemente mayor en las sociedades bajo control familiar y control gerencial que en sociedades controladas por otras sociedades. La implicación de miembros familiares en la gestión de las empresas familiares y el poder de los administradores en las sociedades de amplia dispersión del accionariado son explicaciones plausibles a estos resultados. En los temas de diversidad de género, las sociedades cotizadas tienen una proporción media de mujeres en el Consejo reducida (6,4 por 100), en comparación a otros países de nuestro entorno. Sin embargo, existen diferencias importantes entre los modelos de control, pues entre las empresas de control gerencial el valor promedio es solo del 2,8 por 100, siendo este valor un 5,8 por 100 entre las empresas no familiares y de un 8,9 por 100 entre el colectivo de empresas familiares. Entre las empresas familiares la mayor equidad de

género en la composición de los consejos que el resto de las formas de control obedece, en parte, a la participación de las mujeres en la propiedad familiar, si bien el porcentaje sigue siendo reducido en términos absolutos.

El cuadro n.º 3 también recoge información, en términos promedio para el período de 2004 a 2009, sobre la Comisión de Nombramiento y Retribuciones (1), la cual juega un papel central en el nombramiento y reelección de consejeros (2), y sobre la acumulación de los cargos de presidente del consejo y del primer ejecutivo en la misma persona. Del cuadro se desprende que alrededor del 70 por 100 de los consejeros independientes de las empresas gerenciales y no familiares son propuestos por esta comisión, siendo este porcentaje de tan sólo el 36 por 100 en las empresas familiares. Ciertamente el control familiar y la mayor permanencia en los órganos de control explican esta práctica, poco recomendable según los estándares del Código Unificado.

La proporción media de empresas donde el presidente del Consejo es el primer ejecutivo de la sociedad es muy elevada entre las empresas de control gerencial y tampoco elevada, un 72 por 100 en las empresas familiares. Estos datos ponen en duda la eficacia del Consejo de Administración en el ejercicio de supervisión al equipo directivo, si bien cuando el primer ejecutivo de la sociedad ejerce un claro liderazgo con el apoyo de elevadas proporciones del capital, esta coincidencia facilitaría la transmisión de la información entre la dirección y el Consejo. Ciertamente la evidencia empírica no es concluyente respecto a la conveniencia o no de aunar ambas figuras en una única persona, y no está carente de

CUADRO N.º 4  
RETRIBUCIÓN MEDIA Y MEDIANA POR TIPOLOGÍA DE CONSEJERO  
SEGÚN MODELO DE CONTROL (\*)  
(En miles de €)

Medía, mediana	Remuneración miles € por consejero		
	Ejecutivo	Dominical	Independiente
Control gerencial	2.218,24 573,58	81,01 61,00	160,55 70,39
Control no familiar	1.006,41 679,67	89,92 62,78	85,56 63,00
Control familiar	553,05 328,17	58,52 49,20	65,54 50,00
Total	951,31 549,00	82,93 60,00	84,06 60,00

Nota: Los valores promedio (valor superior) y medianos (valor inferior) están medidos en miles de euros por consejero y año. La remuneración individual media y mediana se calcula a partir del importe de la remuneración global aportada en el IAGC por cada tipología de consejero por empresa, dividiendo por el correspondiente número de consejeros. Datos calculados para la muestra desde el año 2004 hasta el 2009.  
Fuente: Elaboración propia.

problemas metodológicos como apunta Iyengar y Zampelli (2009). En cambio, sólo en el 52 por 100 de las empresas no familiares se da la mencionada circunstancia.

Para las variables analizadas en el cuadro n.º 3 parte de las diferencias observadas entre grupos de control podrían venir explicadas por diferencias en tamaño (capitalización bursátil) y diferencias en actividades sectoriales entre las empresas. Corrigiendo por el tamaño y por diferencias sectoriales, se mantienen las diferencias detectadas en cuanto a composición del consejo, menor número de reuniones en las empresas familiares, mayor duración de los mandatos de todos los consejeros en las empresas familiares, las diferencias detectadas en el porcentaje de mujeres en los consejos, en la menor proporción de consejeros propuestos por la CNR en las empresas familiares, y en las diferencias encontradas en la acumulación de cargos de primer ejecutivo y presidente del consejo.

Las sociedades también informan en su IAGC de la retribución

global al consejo de administración (3). El cuadro n.º 4 muestra la retribución media (y mediana), en miles de euros, por tipología de consejero según modelo de control. Las empresas de control gerencial son las que más remuneran a sus directivos y consejeros independientes, resultados que confirman la mayor discrecionalidad del equipo de dirección para fijar sus propias retribuciones. Ciertamente estas diferencias no son tan relevantes si se corrigen por tamaño, que es la principal variable explicativa de las diferencias de retribución, y sector de actividad. No se detectan diferencias significativas entre las empresas familiares y las no familiares.

### III. PRÁCTICAS DE BUEN GOBIERNO VERSUS PRÁCTICAS DE PROTECCIÓN Y BLINDAJE: INFLUENCIA EN EL VALOR DE LA EMPRESA

En este apartado se presentan evidencias sobre conjuntos

de prácticas de gobierno corporativo agregadas atendiendo a la naturaleza del grupo de control. Éstas se refieren al grado de cumplimiento de las recomendaciones sobre buenas prácticas del Código Unificado y sobre el grado de protección y/o blindaje ante tomas de control. Finalmente, un análisis más completo muestra las correlaciones existentes entre estas dos variables y el rendimiento de la empresa.

### 1. Medidas agregadas de buenas prácticas y de protección y blindaje

Una forma agregada de computar las buenas prácticas de gobierno corporativo es a través del grado de cumplimiento o, en su caso, de explicación, por incumplimiento o cumplimiento parcial, de las 58 recomendaciones del Código Unificado de Buen Gobierno vigente en España. La aproximación simplificada utilizada en el trabajo es la de un índice de buenas prácticas que cuenta cuántas de éstas se cumplen, y no toma en consideración las explicaciones más o menos detalladas que las sociedades comunican para justificar el incumplimiento o cumplimiento parcial de algunas de estas recomendaciones.

El contenido del cuadro n.º 5 recoge estos grados de cumplimiento de los años que van de 2007 a 2009 y que son, ciertamente, muy elevados (4). En cualquier caso, y con independencia de la dificultad existente en verificar el cumplimiento efectivo de alguna de las recomendaciones, parece que las sociedades controladas por las familias son las que declaran menores niveles de cumplimiento. En el otro extremo, las sociedades de capital dis-

CUADRO N.º 5

**CUMPLIMIENTO DE LAS 58 RECOMENDACIONES DEL CÓDIGO UNIFICADO DE BUEN GOBIERNO (\*)**  
(En porcentaje)

	Cumple	Parcial	Explica
Control gerencial .....	92,0	3,8	4,1
	92,7	3,8	2,9
Control no familiar .....	81,8	8,9	9,3
	83,9	7,5	7,5
Control familiar .....	75,0	11,3	13,7
	75,5	11,3	13,5
Total .....	80,5	9,3	10,2
	83,3	7,7	8,0

Notas: Los valores promedio (valor superior) y medianos (valor inferior) se calculan sobre el total de recomendaciones que afecta a cada sociedad, eliminando aquellas que «no procede» según figura en los IAGC de 2007 a 2009.  
Fuente: Elaboración propia.

perso, controladas por los administradores, señalan mejor su cumplimiento con el conjunto de prácticas considerado recomendable (5).

Alternativamente, relacionado con el grado de protección o blindaje, al igual que Bebchuk *et al.* (2009) en Estados Unidos, elaboramos con información disponible en los IAGC un índice de protección que recoge prácticas de gobierno corporativo que dificultan especialmente la toma de control de una sociedad. En concreto, las prácticas defensivas consideradas para la construcción del índice son las siguientes:

— Blindajes, la existencia de cláusulas de garantía o blindaje a favor de los miembros de la alta dirección.

— Medidas anti-OPA, cuando la Junta General de Accionistas ha acordado medidas defensivas ante tomas de control de acuerdo con la Ley 6/2007.

— Límites al derecho de voto, que se introducen generalmente en los Estatutos.

— Restricciones en las Juntas Generales de Accionistas, si se requiere quórum reforzado para la adopción de acuerdos extraordinarios en primera o en segunda convocatoria, y/o se exigen mayorías cualificadas superiores a las establecidas en la Ley de Sociedades Anónimas.

— Restricciones en el Consejo de Administración, cuando se requieren mayorías reforzadas para adoptar acuerdos por el Consejo de Administración, y/o existen restricciones para presidir el Consejo de Administración.

— Acuerdos restrictivos entre accionistas, o pactos parasociales para restringir el derecho de voto o la libre transmisibilidad de acciones, y/o existencia de acciones concertadas entre los accionistas.

Para cada sociedad este índice de protección toma un valor entre 0 y 1 que recoge la proporción de medidas defensivas que implementa sobre el total de las seis prácticas definidas. En consecuencia, a mayor valor de este índice más defensiva es su actuación, especialmente centrada en

dificultar tomas de control no pactadas.

Este conjunto de medidas ponen en entredicho la eficacia del Consejo de Administración en su función de control interno, ya que las mismas recogen previsiblemente el poder de los directivos para hacer prosperar operaciones de protección y blindaje ante amenazas externas. El cuadro n.º 6 recoge los valores promedio (y medianos) del índice de protección para cada uno de los modelos de control de sociedades.

Según el listado de medidas de protección analizadas, las empresas familiares no son las que más se protegen; aunque presentan un porcentaje claramente mayor en lo referente a restricciones en el Consejo de Administración, los datos también revelan que los blindajes a favor de la alta dirección y las restricciones en las juntas generales de accionistas son más frecuentes en las empresas no familiares y gerenciales que en las empresas familiares (6). Estas observaciones de signo opuesto explican que el valor promedio del índice de protección de las empresas familiares no sea muy diferente al del resto de

los grupos. Cuando se corrige por tamaño y sector no se detectan diferencias significativas en el índice de protección entre los grupos de empresas analizados.

Adicionalmente, y analizando datos que no figuran en el cuadro n.º 6, se observa que las empresas familiares que cuentan con blindajes son las de peores prácticas respecto de su aprobación y su transparencia. En el 30 por 100 de los casos no las aprueba ni el Consejo de Administración ni la Junta General de Accionistas, y se informa de la existencia de los blindajes a la misma en sólo el 27,5 por 100 de los casos. En las empresas de control gerencial todos los blindajes son aprobados por el consejo y se informa siempre a la junta de accionistas. En las empresas no familiares cerca de un 6 por 100 de los blindajes no es aprobado ni por junta ni por consejo, en el 92 por 100 de los casos los aprueba el consejo, en el 2 por 100 la junta, y se informa a la misma en el 27,6 por 100 de los casos. Por tanto, si bien las empresas familiares cuentan con menos casos de blindajes a favor de la alta dirección, las prácticas son menos transparentes cuando se producen.

## 2. Las prácticas de gobierno corporativo y el valor de la empresa

Se ha visto cómo las empresas de control familiar muestran diferencias significativas en el grado de cumplimiento de las recomendaciones de buen gobierno, mostrando registros inferiores, pero que no presentan diferencias significativas en cuanto al índice de protección. En este apartado se analiza si diferencias en el porcentaje de cumplimiento y en el índice de protección son relevantes para la creación de valor empresarial.

La medida de valor tomada es la Q de Tobin, que conceptualmente recoge la relación entre el valor de mercado de los activos de la empresa y el valor de sus activos a precio de reposición. A efectos prácticos se medirá como la capitalización bursátil más el valor contable de las deudas, dividido todo por el valor en libros de los activos. En línea con el artículo de Bebchuk *et al.* (2009), la Q de Tobin se ajusta por sector de actividad restando a cada observación la mediana anual dentro del sector industrial.

El primer paso es analizar si el porcentaje de cumplimiento de las 58 recomendaciones del código unificado mantiene alguna relación estadísticamente significativa con la Q de Tobin una vez se ha controlado por el tamaño de la sociedad (medido a través de la capitalización bursátil). Ello se lleva a cabo con modelos de regresión múltiple, donde para cada sociedad hay tantas observaciones como años permanezca en la muestra, y las variables explicativas son el logaritmo de la capitalización bursátil al final de cada año, el porcentaje de cumplimiento de las recomendaciones del código unifica-

CUADRO N.º 6

**PORCENTAJE DE EMPRESAS QUE ADOPTAN LAS SEIS MEDIDAS DE PROTECCIÓN, Y VALOR PROMEDIO DEL ÍNDICE DE PROTECCIÓN SEGÚN TIPO DE CONTROL SOCIETARIO (\*)**

	Blindajes	Anti-OPA	Límite voto	Restricción JGA	Restricción CdA	Acuerdos accionistas	Índice protección
Control gerencial .....	75,0	0	0	25,0	0	25,0	20,8
Control no familiar .....	68,1	0,7	16,0	17,4	26,6	29,1	26,3
Control familiar .....	42,1	0	17,9	14,7	34,7	30,5	23,3
Total .....	62,0	0,5	15,9	17,0	27,8	29,3	25,4

Nota: El índice de protección es un porcentaje del número de protecciones para cada empresa sobre el total de 6 máximo. Datos extraídos de los IAGC de 2007 a 2009.  
Fuente: Elaboración propia.

do, y una variable ficticia para cada uno de los años que conforman la muestra (2007, 2008 y 2009) para recoger variaciones sistemáticas en la Q de Tobin. La estimación se realiza por mínimos cuadrados ordinarios y la inferencia se realiza mediante errores estándar robustos a autocorrelación y a heterocedasticidad (Huber, 1967; White, 1980 y 1982) que, siguiendo las recomendaciones de Petersen (2009), permiten correlación entre las observaciones de una misma empresa, para considerar persistencia en los errores de estimación en una misma empresa debido a factores no observados. En el cuadro n.º 7 se muestra el modelo base con la explicación del valor únicamente en base al tamaño y, posteriormente, se incluye el porcentaje de cumplimiento de las recomendaciones de buen gobierno. Estas no explican de forma significativa el valor de la Q de Tobin, y sólo el

tamaño de la sociedad tiene cierta capacidad de explicación.

A continuación, siguiendo a Bebchuk *et al.* (2009), concentramos el análisis en las medidas de protección que se han identificado en el caso español, y se analiza si las diferencias en el índice de protección pueden explicar diferencias en el valor de la Q de Tobin. En el modelo 3 del cuadro número 7 se presenta la estimación sustituyendo el porcentaje de cumplimiento de las recomendaciones de buen gobierno por el índice de protección. La evidencia encontrada es consistente con la encontrada en Bebchuk *et al.* (2009), a mayor protección menor generación de valor.

El índice de protección mide las barreras a las tomas de control no pactadas, sin apenas considerar la estructura de propiedad. Se trata de una medida concebida en economías donde

predominan las empresas con dispersión importante de la propiedad (Estados Unidos). Para analizar si un mismo valor del índice de protección tiene implicaciones diferentes para la generación de valor en los tres tipos de empresas analizadas, se introducen dos variables ficticias que interactúan con el índice de protección (modelo 4 del cuadro número 7). Estas variables ficticias son «Dfamiliar», que toma valor 1 para las empresas de control familiar y 0 en el resto de casos, y «Dgerencial», que hace lo mismo con las empresas de control gerencial. En esta estimación se observa que el índice de protección sigue teniendo un efecto negativo sobre la Q de Tobin, siendo este efecto mucho más negativo para el colectivo de empresas bajo control gerencial. Por ejemplo, si en una empresa no familiar el efecto negativo sobre la Q de Tobin se encuentra multiplicando el Índice de protec-

CUADRO N.º 7

## PRÁCTICAS DE GOBIERNO CORPORATIVO, PROTECCIÓN Y CREACIÓN DE VALOR (\*)

	M1	M2	M3	M4
Log Capitalización .....	0,0759* (1,7887)	0,0891* (1,7477)	0,1047** (2,1959)	0,1464*** (2,7674)
Cumplimiento 58 Rec. (en porcentaje) .....		-1,4664 (-1,0237)		
Índice protección .....			-0,9172** (-2,5923)	-1,2564*** (-3,4759)
Índice protección x Dfamiliar .....				1,5237** (2,1568)
Índice protección x Dgerencial .....				-2,2931*** (-3,2562)
Efectos anuales fijos .....	SÍ	SI	SÍ	SÍ
# Obs. ....	384	384	384	384
R <sup>2</sup> .....	0,0259	0,052	0,0487	0,0869
R <sup>2</sup> ajustado .....	0,0182	0,042	0,0387	0,0724

Notas: Modelos estimados por mínimos cuadrados ordinarios sobre un panel incompleto de todas las sociedades de la muestra de 2007 a 2009. La variable dependiente de todos los modelos es la Q de Tobin de cada sociedad y año ajustada por sector (se resta la mediana anual del sector correspondiente). Las variables explicativas son Log Capitalización (logaritmo natural de la capitalización bursátil de cada empresa), el porcentaje cumplimiento de las 58 recomendaciones del Código Unificado de buen gobierno aplicables a cada sociedad, el Índice de protección, el Índice de protección multiplicado por una variable ficticia que toma valor 1 para las empresas de control familiar y 0 en el resto de casos, y el Índice de protección interaccionado por otra variable ficticia que identifica a las empresas de control gerencial. Entre paréntesis figuran los estadísticos t, calculados con errores estándar robustos a autocorrelación y heterocedasticidad (Huber, 1967; White, 1980 y 1982) que, siguiendo las recomendaciones de Petersen (2009), permiten correlación entre las observaciones de una misma empresa, para considerar persistencia en los errores de estimación en una misma empresa debido a factores inobservables.

Significación estadística al 10 por 100 (\*), 5 por 100 (\*\*) y 1 por 100 (\*\*\*) de probabilidad.

Fuente: Elaboración propia.

ción por  $(-1,2)$ , en una empresa controlada por la gerencia se multiplica por  $(-3,5 = -1,2 - 2,3)$ . Sin embargo, en las empresas de control familiar el coeficiente estimado es positivo y estadísticamente significativo:  $0,3 (-1,2 + 1,5)$ . Los resultados sugieren que las medidas de protección son dañinas para la generación de valor en las empresas, especialmente para las empresas bajo control gerencial, pero no provocan un efecto negativo en la generación de valor de las empresas de control familiar.

Dados estos resultados se procede a investigar si estas diferencias se mantienen al utilizar un modelo más completo, de acuerdo con la literatura sobre la relevancia de las medidas de protección ante tomas de control (Gompers *et al.*, 2003; Cremers y Nair, 2005). Este modelo está inspirado en el utilizado por Bebchuk *et al.* (2009) con adaptaciones a los datos disponibles.

La estimación de este modelo se presenta en el cuadro n.º 8. En la primera columna figura, como variable explicativa, el índice de protección sin interaccionar con las variables ficticias de empresas familiares y de empresas de control gerencial, y se confirma su relación negativa con la generación de valor. En la segunda columna se confirma, además, que el efecto negativo es mucho mayor en las empresas de control gerencial (el doble,  $1,16 + 1,2$ ), pero aunque se confirma el efecto positivo en las empresas de control familiar éste no es estadísticamente significativo. Por tanto, en base a este modelo más completo, podemos concluir que las medidas de protección son negativas para la generación de valor empresarial, especialmente en las empresas de control gerencial, y que los datos apuntan a que el impacto

CUADRO N.º 8  
UN MODELO CON MÁS CONTROLES PARA LA Q DE TOBIN (\*)

	M1	M2
Log Capitalización .....	0,0714* (1,8023)	0,1014** (2,0689)
Propiedad consejeros ejecutivos .....	0,0042 (1,2125)	-0,0004 (-0,0906)
Propiedad consejeros no ejecutivos .....	0,0017 (0,8521)	0,0007 (0,3329)
ROA .....	0,029 (1,3512)	0,0275 (1,2823)
Porcentaje de intangibles .....	0,3732 (1,1245)	0,3089 (0,879)
Endeudamiento .....	-0,424 (-1,5332)	-0,4692* (-1,7131)
Índice protección .....	-0,7716** (-2,5555)	-1,1601*** (-3,31)
Índice protección x Dfamiliar .....		1,502 (1,6231)
Índice protección x Dgerencial .....		-1,2756* (-1,8516)
Efectos anuales fijos .....	SÍ	SÍ
# Obs. ....	379	379
R <sup>2</sup> .....	0,1512	0,1751
R <sup>2</sup> ajustado .....	0,1305	0,1504

Notas: Modelos estimados por mínimos cuadrados ordinarios sobre un panel incompleto de todas las sociedades de la muestra; 135 empresas en 2007, 130 en 2008, y 124 en 2009. Diferencias en la disponibilidad de datos sobre las variables de control justifican la diferencia del número de observaciones respecto al cuadro n.º 7. La variable dependiente es la Q de Tobin ajustada por sector de actividad (se resta a cada observación la mediana anual del sector correspondiente). Las variables explicativas son el logaritmo natural de la capitalización bursátil de cada empresa; el porcentaje de propiedad en manos de consejeros ejecutivos, y en manos de consejeros no ejecutivos; el ROA; el porcentaje de intangibles sobre el valor total del activo; el porcentaje de deudas sobre el total del pasivo; el índice de protección, y el índice de protección multiplicado por una variable ficticia que toma valor 1 para las sociedades de control familiar y 0 en los otros casos, y el mismo índice multiplicado por una variable ficticia que identifica a las sociedades de control gerencial. Entre paréntesis figuran los estadísticos t, calculados con errores estándar robustos a la autocorrelación y a la heterocedasticidad (Huber, 1967; White, 1980 y 1982) que, siguiendo las recomendaciones de Petersen (2009), permiten correlación entre las observaciones de una misma empresa, para considerar persistencia en los errores de estimación en una misma empresa debido a factores inobservables. Significación estadística al 10 por 100 (\*), 5 por 100 (\*\*) y 1 por 100 (\*\*\*) de probabilidad. Fuente: Elaboración propia.

para las empresas familiares está más suavizado en relación a las no familiares.

Resumiendo, en las recomendaciones de buen gobierno las empresas familiares presentan unos grados de cumplimiento inferiores al resto de empresas, aunque ello no incide de forma significativa con la creación de valor empresarial. En cuanto a las prácticas de gobierno encaminadas a la protección ante tomas de control, la estadística descriptiva no detecta diferencias significativas entre los diferentes

grupos de empresas analizados. Donde sí se detectan diferencias es en el efecto de estas prácticas sobre la creación de valor empresarial. Para todos los grupos de empresas se mantiene una relación negativa con el rendimiento y la creación de valor, siendo el efecto negativo significativamente mayor en el colectivo de empresas gerenciales. En las empresas familiares no puede afirmarse que ello repercuta positivamente sobre el valor de la firma, si bien los datos apuntan a que el efecto está más suavizado que en las no familiares.

#### IV. CONCLUSIONES

El presente trabajo presenta evidencias sobre propiedad y gobierno, y analiza, para un colectivo de grandes empresas españolas cotizadas en el mercado continuo español, un conjunto de prácticas de gobierno corporativo con diferencias significativas atendiendo a la naturaleza o identidad del grupo de control: familiar, no-familiar y gerencial. Esta aproximación descriptiva es un paso previo a una investigación más completa en la que se analiza cómo influyen estas diferencias en la generación de valor de las empresas.

La propia definición de empresas controladas por el grupo familiar, el 22,2 por 100 de las empresas, se constata con que la participación media de la familia en el capital es mayoritaria, con un control importante de los accionistas familiares sobre los gerentes. En el otro extremo, las empresas bajo control gerencial, sin accionistas de control que son el 4 por 100, tienen al mayor accionista con una participación media en el capital de sólo un 1,4 por 100, reflejo de la gran discrecionalidad de la gerencia en la toma de decisiones y los bajos incentivos de los accionistas a supervisar su gestión.

El grado de cumplimiento de las recomendaciones sobre buenas prácticas del Código Unificado es menor para las sociedades controladas por las familias. En el otro extremo, las sociedades de capital disperso, controladas por los administradores, señalan mejor su cumplimiento con el conjunto de prácticas considerado recomendable. Sin embargo, no se obtiene evidencia de que el grado de cumplimiento de las prácticas de buen gobierno tenga efectos significativos sobre la

creación de valor y el rendimiento empresarial. Las prácticas de gobierno corporativo encaminadas a dificultar la toma de control de una sociedad, agrupadas en un índice de protección, no son significativamente diferentes en los tres tipos de empresas analizados. Sin embargo tienen un efecto negativo sobre la generación de valor de las empresas, especialmente para las empresas bajo control gerencial. Este efecto negativo es mucho menos pronunciado para las empresas de control familiar.

Una interpretación plausible para las empresas familiares del efecto nulo sobre el valor empresarial, con tasas del menor cumplimiento de las 58 recomendaciones del Código Unificado junto con efecto menos desfavorable de las prácticas defensivas ante tomas de control, es que el diseño de estas recomendaciones no se ajusta a este tipo de sociedades.

En resumen, el mensaje que se deriva del trabajo es que las buenas prácticas de gobierno corporativo que recomiendan los códigos, como el Código Unificado de Buen Gobierno en España, no se adaptan a los múltiples modelos de control societario que se observan. Ello es especialmente relevante porque la mayor adaptación parece producirse en las sociedades cuya estructura de capital es la menos dominante en España: las sociedades controladas por los gerentes. Esta afirmación se sustenta en la nula correlación con una medida de valor de las empresas como es la Q de Tobin.

Un índice sintético de seis medidas que recoge el nivel de protección ante tomas de control sí muestra correlación negativa con la generación de valor en las em-

presas, de manera muy potenciada para las empresas de bajo control gerencial y menos perceptible para las empresas familiares. Centrar los esfuerzos sobre el cumplimiento de medidas concretas parece que tiene más sentido que catalogar como sociedades de buenas o malas prácticas aquellas que difieren en el cumplimiento de un código de 58 recomendaciones. El diseño de éstas no puede dejar de lado el tipo de control dominante en las sociedades y, muy especialmente, las de control familiar.

#### NOTAS

(1) La información disponible, no incluida en el cuadro, nos permite saber que todas las empresas de control gerencial y, aproximadamente, el 85 por 100 del resto de empresas cuentan con una Comisión de Nombramiento y Retribuciones.

(2) Analizando la evolución de los datos anualmente, no mostrados en el cuadro número 3, destaca la creciente relevancia de esta comisión a partir del ejercicio 2007, que pasó de proponer al 43 por 100 de los consejeros independientes en 2006 al 90 por 100 en 2007. En 2009 se mantuvo su mayor protagonismo, año en el que dicha comisión propuso al 93 por 100 de los consejeros independientes, un porcentaje ligeramente superior al de 2008 (90 por 100).

(3) La información disponible, no incluida en el cuadro, nos permite saber que en el año 2009 dicha retribución fue, en promedio, de 3,66 millones de euros, de los cuales 0,35 millones procedían de la retribución en otras empresas del grupo por los cargos que los consejeros ocupaban en ellas.

(4) El porcentaje de cumplimiento de cada sociedad se ha calculado considerando únicamente las recomendaciones que le son aplicables. Esta información sólo se dispone desde 2007, ejercicio a partir del cual el formato de IAGC incluye información sobre el cumplimiento de cada una de las recomendaciones del Código Unificado de buen gobierno.

(5) Estas diferencias son estadísticamente significativas aun cuando se controla por el tamaño de la sociedad y por su sector de actividad.

(6) Cuando corregimos por tamaño y actividad para analizar las diferencias en la adopción de medidas entre los colectivos sólo se mantiene de manera estadísticamente significativa el resultado de que las empresas familiares utilizan blindajes a favor de la alta dirección con una menor frecuencia.

**BIBLIOGRAFÍA**

ANDERSON, R. C., y REEB, D. M. (2003), «Founding-family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500», *The Journal of Finance*, 58(3): 1301-1327.

BECHUCK, L.; COHEM, A., y FERREL, A. (2009), «What matters in corporate finance», *Review of Financial Studies*, 22: 783-827.

CREMERS, M., y NAIR, V. (2005), «Governance mechanisms and equity prices», *Journal of Finance*, 60: 2859-2894.

FERNÁNDEZ-RODRÍGUEZ, E.; GÓMEZ-ANSÓN, S., y CUERVO-GARCÍA, A. (2004), «The stock market reaction to the introduction of best practices codes by Spanish firms», *Corporate Governance: An International Review*, 12: 29-46.

GALVE, C., y SALAS, V. (2011), «Family ownership and firm performance: The net effect of productive efficiency and growth

constraints», *INNOVAR: Journal of Administrative and Social Sciences*, 21(40).

GOMPERS, P.; ISHII, J., y METRICK, A. (2003), «Corporate governance and equity prices», *Quarterly Journal of Economics*, 118: 107-155.

HUBER, P. J. (1967), «The behaviour of maximum likelihood estimates under non-standard conditions», *Proceedings of the Fifth Berkeley Symposium on Mathematical Statistics and Probability*, University of California Press, CA, Berkeley, 1: 221-233.

IYENGAR, R. J., y ZAMPELLI, E. M. (2009), «Self-selection, endogeneity, and the relationship between CEO duality and firm performance», *Strategic Management Journal*, 30(10): 1092-1112.

MILLER D.; LE BRETON-MILLER, I.; LESTER, R. H., y CANNELLA, A. A. (2007), «Are family firms really superior performers?», *Journal of Corporate Finance*, 13(5): 829-858.

PETERSEN, M. (2009), «Estimating standard errors in finance panel data sets: Comparing approaches», *Review of Financial Studies*, 22: 435-480.

SANTANA, D. J., y AGUIAR, I. (2004), «Propiedad y blindaje de las empresas cotizadas españolas. 1996-2002», Dirección de Estudios y Estadísticas de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, Monografía número 5.

VILLALONGA, B., y AMIT, R. (2006), «How do family ownership, control and management affect firm value?», *Journal of Financial Economics*, 80: 385-417.

WHITE, H. (1980), «A heteroskedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test for heteroskedasticity», *Econometrica*, 48: 817-830.

— (1982), «Maximum likelihood estimation of misspecified models», *Econometrica*, 50: 1-25.