

Cabeza, L. (2007): "Determinantes de la mejora en la performance de las empresas españolas privatizadas", Estudios Financieros. Revista de Contabilidad y Tributación, octubre, (143-180).

DETERMINANTES DE LA MEJORA EN LA PERFORMANCE DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS PRIVATIZADAS

RESUMEN

En este trabajo se analiza que factores podrían explicar la mejora en la performance de las empresas privatizadas. Utilizando una muestra de 58 empresas españolas privatizadas en el periodo de tiempo 1985-2000, los resultados no apoyan, en primer lugar, una mejora en el funcionamiento de las empresas públicas tras su privatización en términos de rentabilidad y eficiencia en un horizonte temporal a medio plazo (tres años), aunque los resultados varían según la empresa privatizada. Más de un 50 por ciento de las empresas muestran una mejora en la rentabilidad y entorno al 45 por ciento experimentan una mejora en la eficiencia después del primer tramo de privatización. Sin embargo, otros factores parecen influir también en la performance empresarial post-privatización. Así, el nivel de competencia del sector al que pertenece la empresa juega un papel importante en el éxito del proceso privatizador, pues la mejora en la eficiencia parece tener lugar en sectores competitivos. Además, los resultados ponen de manifiesto un efecto positivo tanto de la participación de inversores extranjeros en el capital de la empresa como del tamaño empresarial, pero no así de la presencia del Estado como accionista.

Palabras clave: privatización, performance, determinantes

ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN	1
2. LOS PROCESOS DE PRIVATIZACIÓN	4
2.1. LOS PROCESOS DE PRIVATIZACIÓN: CONCEPTO Y DESARROLLO	4
2.2. LOS PROCESOS DE PRIVATIZACIÓN EN ESPAÑA	7
3. LA PERFORMANCE POST-PRIVATIZACIÓN DE LAS EMPRESAS PRIVATIZADAS: LA MEJORA ESPERADA Y DETERMINANTES	11
4. BASE DE DATOS, VARIABLES Y METODOLOGÍA EMPLEADA	18
4.1 BASE DE DATOS	18
4.2. VARIABLES Y METODOLOGÍA EMPLEADA	20
5. RESULTADOS	25
5.1. PRIVATIZACIÓN Y PERFORMANCE	25
5.2. DETERMINANTES DE LA MEJORA EN LA PERFORMANCE TRAS LA PRIVATIZACIÓN	26
6. CONCLUSIONES	30
BIBLIOGRAFÍA	32

1. INTRODUCCIÓN

Los procesos de privatización de las empresas públicas en los últimos años han llegado a convertirse en un importante fenómeno económico que ha conducido a un cambio significativo en la estructura corporativa en todo el mundo. La globalización e intensificación de la competencia requieren economías flexibles capaces de adaptarse con rapidez, lo que sitúa al mercado como mecanismo preferente de la asignación de recursos, a la par que deriva en la disminución del papel y de la importancia que históricamente han tenido las empresas públicas en los países industrializados. Desde su comienzo en el año 1979 en el Reino Unido las privatizaciones han tenido lugar tanto en países desarrollados como en vías de desarrollo, dado que sus consecuencias pueden afectar al funcionamiento de toda la economía nacional.

España no ha sido una excepción a este movimiento o tendencia, habiendo vivido un intenso proceso privatizador desde el año 1985, con un total de 135 empresas privatizadas hasta el año 2006. Una característica de más de veinte años de reforma económica en nuestro país ha sido un crecimiento continuo, situándose actualmente entre uno de los países de la Unión Europea con un mayor incremento en el PIB, y menor déficit y deuda pública. Así, con un crecimiento del 3,4 por ciento en el año 2005 (frente al 1,3 y 2,7 por ciento de media en la UE y en la OCDE, respectivamente), España ha continuado con su expansión económica y el nivel de ingresos ha superado la media de la UE. El proceso de reestructuración económica ha estado basado en la liberalización y desregulación del sector financiero y de los principales mercados de productos, siendo la reestructuración del sector público y la privatización de las empresas públicas una parte importante de esta reforma. El proceso de privatizaciones español, uno de los mayores en términos de activos vendidos dentro del conjunto de los países de la OCDE, ha supuesto unos ingresos de 51.382,848 millones de dólares, situando a España en términos de ingresos por privatizaciones en quinto lugar dentro de los 25 países de la UE, siendo en los años 1997 y 1998 cuando hubo un mayor volumen de ingresos recaudados.

La privatización por medio de oferta pública de venta (OPV) ha tenido un impacto importante en los mercados financieros, habiendo sido una importante herramienta que los gobiernos han utilizado para fomentar su desarrollo (Megginson y Netter, 2001; Megginson *et al.*, 2004). Este también ha sido el caso de España. La privatización por medio de OPV ha ayudado a reducir la participación del Estado en el mercado bursátil español (de 16,64 por ciento en el año 1992 a 0,50 por ciento en el año 2005), y ha favorecido también su desarrollo. Así, mientras la capitalización de la Bolsa de Madrid era de 49.679,61 millones de euros en el año 1990, se duplicó a 99.689,59 millones de euros en el año 1995, y en el año 2006 era de 1.134.137,08 millones de euros. Además, hoy en día, la mayoría de las empresas cotizadas de mayor

capitalización son empresas privatizadas (Telefónica, Endesa o Repsol) o el resultado de la fusión de empresas privadas y privatizadas (BBVA).

Los objetivos que han perseguido los procesos de privatización incluyen motivos financieros, políticos y económicos (Cuervo, 1995). Las razones financieras que permiten explicar las privatizaciones se refieren a los ingresos que los gobiernos obtienen a través de la venta de las empresas (Vickers y Yarrow, 1988), dado que permiten reducir el déficit público y se eliminan los subsidios para ayudar a las empresas públicas que tienen pérdidas. En algunas ocasiones, como es el caso de España y de otros países europeos, la obtención de ingresos extraordinarios cobra especial relevancia en la segunda mitad de la década de los noventa, pues era necesario reducir el déficit fiscal por debajo del 3 por ciento del PIB para cumplir uno de los criterios de Maastricht y poder así acceder a la Unión Económica y Monetaria.

Las razones de tipo político se refieren a la disminución del papel del Estado en la economía, pues se presume que los mercados llevan a cabo una asignación más eficiente de los recursos. Además, se persigue dar una mayor participación en la propiedad a los inversores institucionales y a los accionistas minoritarios, así como favorecer la entrada de capitales extranjeros. La presencia de inversores extranjeros supone un aumento de los ingresos del Estado vía impuestos, permite beneficiarse de su experiencia y facilita la integración de las empresas nacionales en patrones de negocio internacionales.

Por último, los objetivos económicos se refieren a la previsible mejora de la eficiencia empresarial, y en general, del funcionamiento de las empresas privatizadas, ya que supone que las empresas públicas, frente a las privadas, tienen mayores costes, lo que merma sus resultados. Este argumento se ve corroborado por estudios empíricos que sugieren un mejor comportamiento de las empresas privadas frente a las públicas (Cuervo y Maroto, 1983; Vining y Boardman, 1992; Argimon *et al.*, 1999; Dewenter y Malatesta, 2001). En esta línea, otros estudios muestran una mejora en la rentabilidad y productividad de las empresas tras la privatización en el Reino Unido (Martin y Parker, 1995), China (Wei *et al.*, 2003), la República Checa (Harper, 2002), para muestras de países desarrollados (Megginson *et al.*, 1994; D'Souza *et al.*, 2005) o países en vías de desarrollo (Boubakri *et al.*, 2005). Por el contrario, otros estudios sugieren que no puede afirmarse que mejore sistemáticamente la eficiencia asignativa (Pestieau y Tulkens, 1993), o la eficiencia productiva (González-Páramo, 1995; Martin y Parker, 1997).

La evidencia empírica sobre el proceso de privatizaciones español es escasa y no concluyente (Melle, 1999; Villalonga, 2000; Romero, 2005; Farinos *et al.*, 2007). Tanto los estudios longitudinales como los estudios de casos no tienden a apoyar, con carácter general, una mejora

significativa en la performance de las empresas españolas privatizadas. Sin embargo, estos estudios previos, con la excepción de Villalonga (2000), sólo analizan el cambio en el funcionamiento empresarial o en la actividad innovadora tras la privatización, y no consideran otros determinantes adicionales al cambio de propiedad que pueden influir en la performance de las empresas privatizadas.

Nuestro trabajo pretende contribuir a esta línea de investigación sobre las privatizaciones analizando, en primer lugar, los cambios en la performance empresarial tras la privatización, y en segundo lugar, los potenciales determinantes de la mejora en la performance de las empresas privatizadas de uno de los mayores procesos privatizadores que ha realizado un país desarrollado. Aunque desde el año 1980 las privatizaciones han inspirado una extensa literatura empírica que analiza la mejora en la performance post-privatización, no demasiados trabajos analizan otros determinantes, en adición al cambio de propiedad *per se*, que pueden influir en la performance de las anteriormente empresas públicas (Boubakri *et al.*, 2005; D'Souza *et al.*, 2005). En este contexto, tratamos de explicar los cambios observados en la performance de las empresas, y en su nivel de endeudamiento y empleo por medio de un análisis de corte transversal que relaciona estas medidas con diferentes factores que pueden influir en el proceso de privatización: el método de privatización empleado, la participación de un inversor interno o externo en el capital de la empresa o su performance pre-privatización, entre otros.

Además, en comparación con los estudios previos para el mercado español utilizamos varios proxies de la performance empresarial, como por ejemplo, el nivel de ventas, de empleo o de endeudamiento, en adición a los indicadores de rentabilidad y eficiencia, y otros factores adicionales que pueden influir en la mejora post-privatización. En segundo lugar, el periodo objetivo de estudio y la muestra utilizada es mayor, representando aproximadamente el 50 por ciento del total de empresas privatizadas en el periodo de análisis. Finalmente, frente al resto de trabajos que utilizan muestras internacionales para analizar los determinantes del cambio en la performance de las empresas tras la privatización, normalmente privatizadas por medio de OPV, realizamos el análisis en un único país, lo que nos permite realizar un estudio en mayor profundidad al considerar más variables explicativas, y analizar privatizaciones tanto por medio de oferta pública de venta como por medio de ventas directas.

Los resultados del estudio no apoyan una mejora de la rentabilidad y eficiencia empresarial, una vez que el efecto sectorial se ha sido tenido en cuenta, en un horizonte temporal a medio plazo (tres años antes y después de la privatización). No obstante, debe mencionarse que los resultados varían según la variable utilizada como indicador de la performance. Con carácter general, más del 50 por ciento de las empresas mejora su rentabilidad tras la privatización y en torno al 45 por ciento experimentan una mejora en la eficiencia. Además, los resultados

muestran que la competencia puede jugar un papel importante en el éxito del proceso privatizador. Tal y como sugiere Sheshinski y López-Calva (2003) la mejora en la rentabilidad y en la eficiencia tiene lugar en sectores competitivos, y no en los utilities. Finalmente, la presencia de un inversor extranjero en el capital (Brown *et al.*, 2006) y el tamaño de la empresa (Villalonga, 2000) parecen influir positivamente sobre la performance de las empresas españolas privatizadas.

El trabajo se ha estructurado de la siguiente manera: en la sección 2 se describen los procesos de privatización a nivel internacional y en nuestro país. En la sección 3 se estudian los principales factores que pueden influir en la mejora de la performance post-privatización. En la sección 4 se exponen la base de datos, las variables y la metodología empleada en el estudio. Los resultados se presentan en la sección 5, y finalmente en la sección 6 se establecen las principales conclusiones del trabajo.

2. LOS PROCESOS DE PRIVATIZACIÓN

2.1. LOS PROCESOS DE PRIVATIZACIÓN: CONCEPTO Y DESARROLLO

Los procesos privatizadores han sido quizás la reforma estructural más frecuentemente utilizada por los gobiernos para resolver los problemas presentes en las empresas públicas. El inicio de los recientes procesos de privatización puede encontrarse, históricamente, en el programa de privatización lanzado por Margaret Thatcher en el año 1979. Posteriormente, durante finales de los ochenta y especialmente, durante los noventa, se han realizado procesos de privatización en muchos países europeos, como Francia, Italia o España. De modo paralelo, se han iniciado procesos de privatización en el caso de los países con economías centralizadas, de transición hacia las economías de mercado. Es el caso de la antigua Unión Soviética y de los países del bloque del Este que, a partir del año 1989, comenzaron a desarrollar ambiciosos programas privatizadores. Los procesos de privatización han sido la vía empleada para la modernización de su economía y para favorecer el crecimiento económico y el desarrollo de los mercados de capitales.

El término privatización se suele utilizar para expresar una serie de iniciativas políticas destinadas a alterar el ámbito del sector público y privado, incrementando éste último, pudiendo distinguirse tres interpretaciones. La primera de ellas, se refiere al cambio de propiedad de una empresa del sector público al sector privado. En segundo lugar, el término privatización también se puede emplear desde una perspectiva más amplia para indicar que la prestación de un bien o un servicio pasa del sector público al sector privado, pero conservando el Estado la responsabilidad del suministro del mismo. El tercer modo de privatización se refiere a la

liberalización y desregulación del mercado, permitiendo el acceso de nuevas empresas al mismo (Ruza, 1994).

Es posible, por tanto, definir la privatización como el modo de reconducir el papel del gobierno en la economía, o de incrementar el papel del sector privado en el desarrollo de una actividad económica, o en la propiedad de los activos empresariales. Esta definición incluye no sólo la venta de las empresas públicas, sino también la reducción de la regulación de determinados sectores o actividades y del gasto público del Estado (Starr, 1989), e implica la reasignación de los derechos de control desde los políticos a los directivos y el aumento, por parte de los directivos e inversores privados, de la participación en la propiedad de los flujos de caja empresariales. Alternativamente, la privatización se puede considerar como una medida liberalizadora, cuyo objetivo es proporcionar rendimientos positivos a los nuevos propietarios de la empresa y liberar al Estado de cargas financieras, productivas y administrativas (Birdshall y Nellis, 2003). Así pues, la privatización supone un conjunto de decisiones que van más allá de la transferencia de la propiedad o del control de las actividades públicas al sector privado, siendo necesario considerar no sólo el cambio en la titularidad de las empresas públicas sino también los cambios en el entorno competitivo o regulador.

Tan importante como la venta de la empresa en sí es la situación de competencia y desregulación de los mercados. Un proceso de privatización no tendrá éxito si no se dan las condiciones de apertura y dinamización de los mercados que obliguen a la empresa a una ruptura profunda de su cultura empresarial (García Echeverría, 1999). Los resultados de la privatización serán mejores si hay suficiente competencia sectorial que limite el poder de las empresas existentes antes de la privatización. De lo contrario, la privatización sin competencia simplemente crearía monopolios privados (Li y Xu, 2004)¹. Alternativamente, puede considerarse que cuando los mercados que antes eran dominados por las empresas públicas son liberalizados, el aumento de la competencia puede empeorar la situación económica de las empresas públicas, al necesitar inyecciones de capital, de modo que la privatización puede ser el medio a través del cual los gobiernos evitan este riesgo financiero (Parker, 1999).

El fenómeno de la competencia y la utilización de criterios de gestión similares a los del sector privado son elementos necesarios para que los procesos de privatización produzcan los efectos beneficiosos que de ellos se esperan. Así pues, en el proceso de privatización deben diferenciarse dos tipos de decisiones por su influencia sobre la eficiencia: los cambios de

¹ En este sentido, la secuencia correcta de la privatización sería primero crear una infraestructura legal y un entorno de negocios que faciliten la aparición de nuevas empresas en el mercado y, en segundo lugar, privatizar las empresas públicas. Sólo cuando exista una infraestructura competitiva debería efectuarse la privatización de los monopolios estatales (Goldman, 2000).

propiedad de las empresas y las mejoras en el nivel de competencia de los mercados en los que éstas actúan (Cuervo, 1998). La introducción de la competencia en los mercados es necesaria en los procesos de privatización pues, de lo contrario, el cambio de propiedad puede favorecer la discrecionalidad de los directivos, lo que puede dar lugar a una menor eficiencia no sólo asignativa sino también productiva (Fernández, 1995). La introducción de la competencia asegura que las mejoras de eficiencia que tienen lugar en el ámbito de empresa se traduzcan en precios más bajos para los consumidores o en una mejora de la calidad de los productos² y en una asignación de los recursos más eficiente para la economía en su conjunto. El impacto negativo que inicialmente la liberalización puede tener sobre los beneficios de las empresas, al poder reducirse su cuota de mercado, puede estimular a las empresas a mejorar su eficiencia de modo substancial (Hay, 2001). En este sentido, la liberación y el incremento de la competencia parecen provocar un aumento de la eficiencia productiva y del nivel de inversión, un aumento de la calidad y una reducción de los precios de los bienes y servicios en las empresas privatizadas (Boylaud y Nicoletti, 2000; Gonenc *et al.*, 2000; Wallsten, 2001; Estrin, 2002; Boubakri *et al.*, 2004).

La teoría de la elección pública, sugiere además que la privatización sin un adecuado marco regulatorio, aunque podría producir ganancias de eficiencia en el ámbito de la empresa, permitiría que determinados grupos (accionistas y directivos) se beneficien más que otros (consumidores y empleados) del incremento de la eficiencia empresarial. Por ello, una regulación óptima debe asegurar coherencia entre la riqueza social y el interés privado de la empresa. Así por ejemplo, la evidencia de países como Chile corrobora la idea de que sólo para aquellos servicios en los que hay competencia, las ganancias en productividad se trasladan a los consumidores (Sappington y Weisman, 1996).

En definitiva, la privatización, la desregulación y el aumento de la competencia aumentan la confianza en las empresas privadas para abastecer los mercados y disminuyen la importancia de los Estados, a favor de los mercados, como guía de la actividad económica. La evidencia empírica apoya así la necesidad de que las privatizaciones no tengan lugar de modo aislado, pues el aumento en la eficiencia puede tener sólo lugar si van acompañadas de la liberalización de los mercados (Bishop y Green, 1995). Es por tanto necesario, que el proceso de reforma de las empresas públicas incluya su privatización, nuevas formas de gobierno corporativo, una liberalización en los mercados y un debilitamiento de la relación financiera con el Estado.

Otro aspecto importante a la hora de analizar las privatizaciones es la reestructuración previa a la privatización que, en ocasiones, las empresas deben realizar. La empresa objeto de

² Fonseca (1996) para el caso de Brasil encuentra que un aumento en la competencia derivado de la liberalización comercial dio lugar a una mejora en la calidad de los productos.

privatización debe tener determinadas características financieras (estructura óptima de capital), operativas y estratégicas, dependiendo del grado y necesidad de reestructuración de las compañías, entre otras cosas, del tamaño de la empresa, del método de privatización empleado, y de la estructura del mercado en el que opera la empresa. Para las empresas de tamaño pequeño y mediano y, para aquellas empresas privatizadas por medio de venta directa no suelen producirse muchas reestructuraciones. Por el contrario, en el caso de las grandes empresas y de empresas privatizadas por medio de oferta pública de venta la reestructuración previa es un requisito importante para su posterior privatización (OCDE, 2003).

2.2. LOS PROCESOS DE PRIVATIZACIÓN EN ESPAÑA

El proceso de privatización español, como parte de la reforma económica basada en la liberalización y desregulación tanto del sector financiero como de los principales mercados de productos, ha sido uno de los mayores procesos privatizadores entre los países de la OCDE en términos de activos vendidos.

En el año 1985 se inicia el proceso privatizador, que supuso la continuación de un temprano proceso de liberalización de los mercados financieros en los años 70 (Kaminsky y Schmukler, 2003). España comenzó una gradual liberalización de los tipos de interés en 1974, que terminó en 1997. Se eliminaron las regulaciones sobre flujos de capital en 1975 y en el año 1992 todos los controles de capitales. La privatización de empresas públicas empezó a mediados de los años ochenta y por dos razones. En primer lugar, fue una respuesta a la crisis económica de finales de los años setenta y comienzos de los ochenta, caracterizada por altos niveles de inflación, tipos de interés y desempleo. En segundo lugar, había una obvia necesidad de ajustar la industria española, formada por una gran variedad de empresas, muchas de ellas no rentables, al nuevo entorno económico resultante de la incorporación de España a la CEE en el año 1986. Fue una reacción a la apertura de los mercados internacionales.

El proceso de privatizaciones ha tenido lugar tanto bajo el gobierno del Partido Socialista Obrero Español (PSOE) como del Partido Popular (PP) (entre 1985-1996, 2004-actualidad y, 1996-2003, respectivamente), y todavía no ha finalizado. Ha ido acompañado de un incremento en la competencia en los principales mercados de productos, particularmente durante la segunda mitad de los años noventa. Entre los principales logros de la liberalización se encuentra el proceso de liberalización del sector petroquímico que empezó en el año 1992, del sector de las telecomunicaciones en el año 1997, del sector del transporte a finales de los noventa, y de los mercados del gas y electricidad en el año 1998, culminando el 1 de enero del año 2003.

Dentro de los procesos de privatización bajo el gobierno del PSOE pueden diferenciarse dos bloques (Cuervo, 1997). El primero de ellos, está constituido por las reprivatizaciones de los

bancos y de las sociedades y activos vinculados a ellos de los que la Administración se hizo cargo tras la crisis bancaria de los años setenta y por las empresas expropiadas al holding privado Rumasa. El segundo de los bloques se refiere a la privatización total o parcial de las empresas dependientes de los tres holdings públicos: el Instituto Nacional de Industria (INI)³, que agrupaba las industrias básicas y estratégicas; el Instituto Nacional de Hidrocarburos (INH), que agrupaba al sector de hidrocarburos (petróleo, gas y petroquímica); y la Dirección General de Patrimonio del Estado (DGPE), que agrupaba fundamentalmente a empresas de servicios y a la banca.

Excluyendo las reprivatizaciones de los bancos y de las empresas pertenecientes al Grupo Rumasa, se puede decir que es en el año 1985 cuando se produce el comienzo de las privatizaciones de empresas que en su momento pertenecían mayoritariamente al antiguo Instituto Nacional de Industria. Normalmente, se trataba de empresas industriales que, o tenían pérdidas, o no eran de interés estratégico para el Estado, o que se pensaba que podían ser mejor gestionadas por empresas privadas, de forma que el gobierno se evitaba su financiación, subsidio y reestructuración (De la Dehesa, 1992). Durante el gobierno socialista, es posible distinguir dos etapas: 1985-1992 y 1993-1996. En el periodo 1985-1992 las empresas públicas son, mayoritariamente, vendidas directamente mediante un acuerdo privado con una empresa o grupo privado, generalmente pertenecientes al mismo sector de actividad. Esta venta implicaba la negociación de las condiciones de venta, tanto en lo referente al precio como a otros objetivos que se imponían a las empresas compradoras respecto a las políticas de empleo e industriales. Durante este periodo únicamente en el caso de empresas como Amper, Gesa, Acesa, Gas Madrid, Ence, Endesa o Repsol disminuye la participación del Estado en la propiedad de las empresas públicas por medio de oferta pública de venta de acciones, como un modo para recaudar fondos que servirían para librar al INI de las inversiones necesarias para la expansión de las actividades de ciertas empresas, y evitar así la utilización de sus propios fondos. Se trataba de una “privatización silenciosa” justificada por la necesidad tecnológica, organizativa y estratégica para el desarrollo de las empresas y para la reducción del tamaño del sector público (Cuervo, 2004).

En el segundo de los periodos bajo el gobierno socialista (1993-1996) gana en importancia la oferta pública de venta como método de privatización, vendiéndose en bolsa sucesivos paquetes de acciones de las empresas públicas, aunque no se procede a su privatización total. Este segundo bloque de empresas, al que la prensa económica ha calificado como “joyas de la corona”, está constituido por grandes empresas con un historial y perspectivas de alta rentabilidad, fuerte posición en el mercado y proyección internacional. A pesar de no perder el

³ Posteriormente el INI en el año 1992 se dividió en dos subholdings: Teneo, con las empresas de mayor valor estratégico y el “resto de empresas” con las industrias básicas de reestructuración subvencionadas y de menor futuro.

control de las empresas privatizadas durante esta etapa el Estado potenció la creación de grupos de inversores privados con vocación de permanencia (núcleos duros). La creación de núcleos duros, supone atribuir entre un 5 y un 15 por ciento del capital de la sociedad que se va a privatizar a un grupo de accionistas nacionales estables elegidos por la Administración (bancos, grupos industriales, familias) que se comprometen a mantener su participación durante un plazo de tiempo y a revenderla a la empresa en el caso que quieran deshacerse de ella (Díaz y García, 2002). La presencia de estos núcleos duros pretende ejercer un poder efectivo y duradero durante los primeros años después de la privatización y evitar tomas de control indeseadas, principalmente las de capitales extranjeros, contrarrestar los efectos de la dispersión de la propiedad accionarial y resolver el problema de escasez de capital.

Adicionalmente, en 1995 se aprueba una legislación que permite al Estado reservar, en el caso de empresas privatizadas o de sectores estratégicos, la capacidad de someter a su autorización la adquisición de un 10 por ciento del capital de una empresa puesta a la venta y/o la adopción de determinados acuerdos por parte del consejo de administración en el caso de disolución, fusión, enajenación de activos o realización de cambios de actividad de una empresa. Se crean así las acciones de oro en nuestro país. Sin embargo, Bruselas denunció en el año 2000 la Ley 5/1995 que permitió crear la acción de oro para las empresas privatizadas, y posteriormente, a mediados del mes de mayo del año 2003, el Tribunal de Justicia de la UE declaró ilegales las acciones de oro establecidas en su día en Tabacalera, Argentaria, Repsol, Endesa, Telefónica e Indra, argumentando que eran contrarias a la libre circulación de capitales. De acuerdo con este dictamen el Estado español no podría ejercer sus acciones de oro en Repsol, Iberia, Telefónica o Endesa empresas privatizadas que contaban con acciones de oro que expiraban en los años 2006 y 2007. De hecho, en noviembre del año 2005 el gobierno español aprobó un proyecto de ley para eliminar las acciones de oro existentes en las empresas privatizadas, y a comienzos del abril del año 2006 la Comisión de Economía y Hacienda del Congreso de los Diputados aprobó la Ley por la que se deroga la denominada acción de oro, posteriormente publicada en el BOE a finales de mayo de ese mismo año (Ley 3/2006).

Cabe así mismo señalar que en el año 1995 y por medio del Real Decreto 5/1995 del 16 de junio, se disuelve el INI y se crean la Agencia Industrial del Estado (AIE) y la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales (SEPI). La AIE agrupa a empresas de sectores maduros y de bajo valor añadido sujetas a planes de reconversión industrial ante las dificultades de supervivencia en un entorno cada vez más competitivo (minería, defensa, construcción naval y siderurgia), mientras que la SEPI agrupa a las empresas públicas más rentables. Por su parte, a la Dirección General del Patrimonio del Estado (DGPE) se le dio el control de un conjunto de empresas

estatales, habiendo creado las Sociedades Estatales de Patrimonio I y II para facilitar el proceso de privatización.

La victoria del Partido Popular en las elecciones de marzo de 1996 supuso el inicio de una nueva fase en el proceso de privatizaciones de las empresas públicas españolas. La primera medida adoptada fue la aprobación del actual Programa de Privatizaciones mediante el Acuerdo del Consejo de Ministros el 28 de junio de 1996, por el que se establecen las bases del Programa de Modernización del Sector Público Empresarial del Estado. Se fija así el marco bajo el que se realizarán las privatizaciones de las empresas públicas en los últimos años, de forma que el proceso de privatizaciones es la aplicación de un programa político concreto, enmarcado dentro de una política liberalizadora de la actividad económica. Se produce pues un cambio en la concepción del papel del Estado en la economía. Éste pasa de ser un “accionista” a un simple regulador de la actividad de los particulares que trata de crear un entorno favorable para la competitividad. Es además de un programa expreso y explícito en el que claramente se establecen los procesos y controles de los procesos de privatización: se crea el Consejo Consultivo de Privatizaciones (CCP) y la Sociedad Estatal de Participaciones Patrimoniales (SEPPA) y dos mecanismos adicionales para el control del proceso de privatización, un subcomité para estudiar las privatizaciones dentro del Comité Económico del Parlamento y una auditoría específica llevada a cabo por la Intervención General de la Administración del Estado.

El año 2000 supuso un paréntesis en el intenso proceso de privatizaciones. En ese año se produjo una reorganización ministerial tras las elecciones que afectó especialmente al sector público. En concreto, desapareció el Ministerio de Industria y Energía y la SEPI pasó a depender del nuevo Ministerio de Hacienda. Durante el año 2001 se aprobó una modificación legislativa, a través de la Ley 7/2001 mediante la cual se dejaba abierta la vía al gobierno, para que sobre la base de decisiones concretas, pudiera tomar decisiones de reordenación y reestructuración de los grupos societarios públicos dependientes de la Administración General de Estado o sus organismos públicos, con independencia del ministerio al que estuviesen adscritos, atendiendo a las circunstancias de orden económico o de otro tipo existentes en cada momento. Como consecuencia de esta ley los tres Agentes Gestores del Programa de privatizaciones inicialmente diseñados por el Acuerdo de Ministros de 28 de junio de 1996 (SEPI, SEPPA⁴ y AIE) quedan en la actualidad integrados en la estructura de la SEPI. En los años 2002 y 2003 se continuó con el proceso privatizador, y en concreto, se llevaron a cabo cuatro y cinco operaciones de privatización, respectivamente, ninguna de ellas por medio de oferta pública de venta. El año 2003 supuso, en cierto grado, el incremento de la actividad

⁴ En base al acuerdo de junio de 1996 la sociedad estatal “Patrimonio I, SA” cambio su denominación por la de Sociedad Estatal de Participaciones Patrimoniales (SEPPA), precisándose su objeto social y régimen jurídico.

privatizadora respecto a los años previos, no tanto por el número de operaciones realizadas sino por el volumen de ingresos obtenidos.

Las motivaciones esgrimidas por el gobierno del PP fueron principalmente de carácter económico, relacionadas con la mayor eficiencia de las empresas privadas frente a las empresas públicas. Sin embargo, la secuencia seguida por las privatizaciones y la aplicación de los recursos obtenidos por las ventas llevan a considerar la validez simultánea de los objetivos de carácter financiero (Vergés, 2000). Si bien hasta 1996 los ingresos anuales obtenidos por las privatizaciones, comparados con el déficit fiscal, representaban un 10 por ciento, en los años 1997 y 1998 la proporción aumentó hasta un 60-75 por ciento, lo que contribuyó a la reducción del déficit fiscal y de la deuda pública y a hacer posible que España cumpliera el requisito de Maastricht de reducir el déficit fiscal por debajo del 3 por ciento.

Tanto bajo el gobierno del PSOE como del PP, el método elegido prioritariamente para la privatización de las empresas públicas ha sido la venta directa a un grupo de inversores privados o a otra empresa, especialmente durante el gobierno del partido socialista en donde 89 de los 109 procesos de privatización⁵ que tuvieron lugar fueron mediante venta directa. Bajo el gobierno del PP, en algunas ocasiones, también se recurre a la subasta competitiva como método de privatización, y en el caso del PSOE en dos de las privatizaciones realizadas en el año 2005. Las privatizaciones que tienen lugar desde 1996 hasta el año 2005 se han producido tanto a través de ventas directas (47 procesos) como de ofertas pública de venta (16 procesos) o por medio de subasta competitiva (5 procesos). La venta de la participación del 5,06 por ciento que el Estado conservaba en el capital de Aldeasa en el año 2005 se desarrolló dentro del proceso de OPAs abierto sobre la empresa.

3. LA PERFORMANCE POST-PRIVATIZACIÓN DE LAS EMPRESAS PRIVATIZADAS: LA MEJORA ESPERADA Y DETERMINANTES

La privatización de las empresas públicas pone de manifiesto las ventajas de la producción en manos privadas, señalando la ineficiencia de la propiedad estatal y los problemas que soporta el Estado a la hora de definir los objetivos de las empresas públicas, pues éstas pueden tener objetivos diferentes a la maximización del valor de la empresa (Megginson y Netter, 2001). Por ejemplo, pueden perseguir objetivos de carácter político, como la maximización del bienestar social, que pueden ser inconsistentes con la maximización de la eficiencia empresarial. Además, las empresas públicas tienden a ser más adversas al riesgo y tienen menor libertad para adoptar

⁵ Se tienen en cuenta procesos de privatización, en vez de empresas privatizadas, porque en las empresas que son privatizadas en tramos puede utilizarse un método de privatización diferente en cada uno de ellos y/ o ser privatizadas por el PSOE, por el PP o por ambos.

decisiones porque los directivos tienen que justificar sus decisiones ante los empleados y el Estado (Frydman *et al.*, 2000).

La existencia de un doble nivel de agencia, la imposibilidad por parte de los ciudadanos de vender las acciones de las empresas públicas, la garantía del Estado a la hora de obtener financiación, la ausencia del riesgo de quiebra y la no disciplina por parte del mercado de control corporativo o de capitales, pueden explicar, entre otros, la menor eficiencia de las empresas públicas frente a las empresas privadas. Así pues, sería de esperar que el cambio de propiedad de manos públicas a manos privadas suponga un aumento en la rentabilidad y performance de las empresas privatizadas (Yarrow, 1986; Boycko *et al.*, 1993). Esta mejora es apoyada por diversos estudios empíricos (Megginson *et al.*, 1994; Antonic y Hisrich, 2003). En consecuencia, sería de esperar una mejora en la performance de las empresas tras la privatización.

H1: La “performance” empresarial mejora tras la privatización.

Sin embargo, el cambio de propiedad de manos públicas a manos privadas no debería considerarse como el determinante único de la previsible mejora de la eficiencia y performance empresarial tras la privatización, pues otros factores también pueden ayudar a explicar la mejora o reestructuración de las empresas, factores que pueden llegar incluso a tener más influencia que el propio proceso privatizador en sí.

Es esta una cuestión sobre la que no hay unanimidad, aunque es posible identificar como posibles factores entre otros, el entorno económico, político y legal del país objeto de estudio (Cuervo y Villalonga, 2000), la secuencia y relación entre los procesos de privatización y los cambios en la regulación, la competencia de los mercados, así como cambios en la estructura de gobierno y propiedad de las empresas privatizadas (Megginson y Netter, 2001). Se puede, por tanto, diferenciar entre factores de tipo institucional, a nivel sectorial y específicos de la empresa.

El entorno competitivo, regulador, económico, y político puede influir en el éxito de los programas de privatización (Harper, 2002). En un entorno que no es perfectamente competitivo, la eficiencia puede depender más de la regulación y de la competencia que de la propiedad (Yarrow, 1986; Vickers y Yarrow, 1988). El cambio de propiedad de manos públicas a manos privadas tendrá poco efecto en la performance si no va acompañado de un aumento en la competencia (Shirley y Nellis, 1991; Grosse y Yanes, 1998). Así, la evidencia empírica pone de manifiesto que cuanto más concentrado y/o regulado sea el mercado menor será el incremento de la productividad en comparación con las empresas que actúan en mercados competitivos,

pero mayor será el incremento en la rentabilidad, reflejando de este modo la explotación de su poder en el mercado (Sheshinski y Lopez-Calva, 2003).

Por otro lado, es necesario considerar que, además de la privatización, existen otras medidas de reforma económica como la desregulación de precios o la liberalización de los mercados que pueden mejorar también la eficiencia de las empresas públicas. No obstante, aunque una política liberalizadora puede ser suficiente para que tenga lugar un cambio en el funcionamiento de las empresas (Omran, 2001), sería de esperar que estas reformas legales y desreguladoras sean más efectivas si van acompañadas de la privatización de las empresas estatales. Así pues, el cambio de propiedad y el grado de competencia del mercado serían factores complementarios (Earle y Estrin, 2003).

El aumento de la competencia y las políticas orientadas al mercado pueden proporcionar a las empresas incentivos adicionales a los del propio proceso privatizador para que éstas aumenten su eficiencia productiva al verse obligadas a competir por la cuota de mercado (Schmidt, 1997). Además, un entorno más competitivo debería reducir la discrecionalidad de los directivos y por consiguiente, mejorar la performance empresarial (Hart, 1983, Aghion *et al.*, 1997, 1999). En este sentido, Newbery y Pollitt (1997), Ramamurti (1997), Djankov y Murell (2002) y Chirwat (2004) identifican a la competencia como el principal determinante de la mejora en la performance tras la privatización⁶, y La Porta y López de Silanes (1999) ponen de manifiesto que en los mercados menos regulados la performance de las empresas privatizadas se aproxima más al valor de referencia del mercado⁷.

Considerando los argumentos anteriores proponemos como segunda hipótesis:

H2: La mejora en la “performance” será mayor para aquellas empresas privatizadas que pertenecen a sectores competitivos, es decir, empresas pertenecientes a sectores no regulados, o con un menor grado de concentración.

Otro aspecto del entorno económico que debemos tener en cuenta, como variable de control, es el ciclo económico. Las reestructuraciones empresariales es más probable que tengan lugar en ciclos económicos expansivos, por lo que el impacto de la privatización debería ser mayor en estas épocas. Así, los resultados de Villalonga (2000) para España y Alexandre y Charreaux,

⁶ Sin embargo, en el caso de las economías en transición, el aumento de la competencia puede tener efectos negativos en la eficiencia, pues la competencia crea incentivos a romper contratos cuando las instituciones son débiles (Blanchard y Kremer, 1997). El efecto negativo también puede ser consecuencia de las dificultades que encuentran las empresas para reestructurar sus líneas de producto y sus ventas hacia los nuevos mercados.

⁷ Otros trabajos que incluyen el efecto de la desregulación y competencia sobre los procesos de privatización y encuentran una influencia positiva en la mejora de la eficiencia son, por ejemplo, Bishop y Kay (1992), Megginson *et al.* (1994), Martin y Parker (1995), Bortolotti *et al.* (2001), Megginson y Netter (2001) y Saal y Parker (2003).

(2004) para Francia indican que la performance empresarial post-privatización puede estar influenciada por la evolución macroeconómica del país.

El tipo de gobierno existente en el momento de la privatización puede también influir en las consecuencias de las privatizaciones, dado que los objetivos y las empresas objeto de privatización pueden ser diferentes. A priori, los partidos conservadores pueden recurrir a las privatizaciones con el objetivo político de difundir el capitalismo popular, de modo que el desarrollo de los mercados bursátiles puede incrementar el apoyo para sistemas orientados al mercado, y su compromiso con la privatización y la reforma económica (Perotti y Van Oijen, 2001). Al mismo tiempo, las consecuencias pueden ser distintas si se trata de un gobierno comprometido con la privatización y la reforma económica o si se trata de un gobierno que vende las empresas públicas para recaudar fondos (D'Souza *et al.*, 2000). De igual forma, un gobierno que persiga la maximización de los ingresos de las empresas privatizadas puede limitar la competencia en los sectores en los que operan, pues de este modo aumentará el valor futuro de los flujos de caja. En el caso español hay que tener en cuenta el cambio en la política de privatizaciones que tuvo lugar con la llegada al gobierno del Partido Popular y la aprobación del Programa de Modernización del Sector Público Español en el año 1996. Por ello, no por motivos puramente ideológicos, sino más bien por la política de privatizaciones adoptada y por los objetivos explícitos o implícitos que se tratan de conseguir con cada uno de los gobiernos, planteamos la hipótesis:

H3: La mejora en la “performance” será mayor para aquellas empresas privatizadas bajo un programa explícito de privatizaciones o bajo el mandato de un gobierno conservador.

El método de privatización elegido para llevar a cabo la privatización también puede tener influencia en el funcionamiento de las empresas, dado que afecta a la estructura de propiedad, y tiene implicaciones significativas en términos de transparencia del proceso de privatización y credibilidad política, del desarrollo del mercado de capitales, de la competencia y de los objetivos políticos⁸. En principio, la oferta pública de venta implica mayor transparencia, mejor valoración de la empresa, favorece el desarrollo del mercado de capitales y la ampliación del accionariado popular. Sería pues de esperar una mayor mejora en la performance de aquellas empresas privatizadas por medio de OPV. Sin embargo, también se puede plantear que normalmente las empresas privatizadas por medio de oferta pública suelen ser las de mayor tamaño y aquellas que ya presentaban una mejor performance antes de la privatización. Asimismo, desde el punto de vista de la teoría de la agencia, se podría argumentar un menor nivel de performance en aquellas empresas que son vendidas a inversores minoritarios, es decir,

⁸ La estructura de propiedad, y de modo más concreto, la concentración de la propiedad tras la privatización, depende en cierto modo del método de privatización empleado (Pivovarsky, 2001).

aquellas empresas privatizadas que presenten una propiedad altamente dispersa. Considerando que predomina el primero de los argumentos expuestos formulamos la siguiente hipótesis:

H4: La mejora en la “performance” será mayor para aquellas empresas privatizadas por medio de oferta pública de venta.

La estructura de propiedad de las empresas privatizadas, así como los incentivos de los directivos empresariales a la maximización del valor de la empresa para los accionistas, es otro factor a considerar a la hora de estudiar la mejora en la eficiencia empresarial tras los procesos de privatización. La privatización por si sola puede no ser suficiente para mejorar el funcionamiento de las empresas públicas, siendo importante el papel que desempeñen los nuevos accionistas y directivos. Ha de tenerse en cuenta en manos de quien queda el control de la empresa tras la privatización, dado que los objetivos, el conocimiento que posean los nuevos gestores y la propia estructura de propiedad afectan al comportamiento empresarial. El hecho de que las empresas públicas estatales persigan objetivos diferentes a la maximización de beneficios hace que el nivel de propiedad que mantenga el Estado en la empresa tras la privatización, o dicho de otra manera, si se trata de una privatización parcial o completa, puede afectar a la eficiencia de la empresa⁹.

Boycko *et al.* (1996) predicen ganancias en la eficiencia sólo si los derechos de control pasan de manos del gobierno a inversores privados. Las empresas controladas por gestores, o por el Estado, pueden carecer de incentivos para asumir riesgos dada su menor diversificación de la riqueza y, como ya se ha comentado, las empresas públicas pueden también perseguir objetivos diferentes a la maximización del valor empresarial, como por ejemplo, preservar un determinado nivel de empleo (Sheilfer y Vishny, 1996). En este sentido, los resultados de D’Souza y Megginson (1999) para una muestra de países industrializados y en vías de desarrollo, de Antoncic y Hisrich (2003) para Eslovenia o de Boubkari *et al.* (2005) para una muestra de países en desarrollo, sugieren que en aquellas privatizaciones en las que el Estado renuncia completamente al control las empresas son más rentables y eficientes puesto que los políticos ya no continuarán influyendo en su performance, y será más probable que se estimule la formación de mecanismos de control que faciliten la iniciativa emprendedora corporativa, y consecuentemente la mejora del crecimiento y la rentabilidad de las empresas privatizadas.

Además, en el caso de que la propiedad quede en manos de los internos hay quizás una mayor probabilidad de comportamientos oportunistas, y de atrincheramiento y resistencia al cambio,

⁹ En el caso de empresas privatizadas por medio de oferta pública de venta, el gobierno puede seguir ejerciendo su control sobre la empresa tras la privatización, aun en el caso de no seguir participando en el capital, gracias al establecimiento de una acción de oro en el momento de la privatización. Las acciones de oro pueden ser un modo de impedir la mejora en la eficiencia, dado que pueden ser utilizadas para interferir en las decisiones de las empresas e impedir el funcionamiento efectivo del mercado de control corporativo.

reduciendo la probabilidad de reestructuración a través de la asignación del poder de voto a los stakeholders (Blanchard y Aghion, 1996), con el consiguiente efecto negativo sobre el valor de la empresa¹⁰. La teoría de la elección pública sugiere también que si el control de la empresa privatizada queda en manos de los gestores será menos probable que se produzcan cambios en la empresa, sobre todo en lo que respecta a la inversión y al empleo, pues las posiciones de los internos serán próximas a las de los políticos (Cuervo y Villalonga, 2000).

No obstante, existen también argumentos a favor de una privatización parcial o de la participación de los internos en el capital de la empresa. La privatización parcial es una estrategia que permite reforzar la credibilidad del Estado en el programa privatizador, aumentando la probabilidad de que no lleve a cabo una política que afecte negativamente al valor de la empresa ni expropie a los accionistas, pues le interesa que la empresa tenga el mejor funcionamiento y rendimiento posible para ganar credibilidad para futuras privatizaciones (Perotti, 1995)¹¹. La credibilidad es importante para el éxito financiero de las privatizaciones, ya que puede afectar a la predisposición de los inversores a pagar un determinado precio (Kikery *et al.*, 1992). La privatización parcial es también una forma de favorecer la introducción de criterios de rentabilidad sobre la capacidad de gestión de la empresa pública y puede incentivar a los directivos a invertir en mejoras de calidad, dado que se pueden beneficiar de parte de las mismas¹².

De acuerdo con la teoría de la agencia, una mayor participación en el capital de las empresas tras su privatización por parte de los empleados o de los directivos, o una cultura organizativa que favorezca su identificación con la compañía y sus objetivos, puede tener implicación en su satisfacción con el trabajo, en el grado que perciban su participación en las decisiones de las empresas y en su actitud hacia el proceso de privatización (Dong *et al.*, 2002). De este modo, tendría lugar una alineación de incentivos de la propiedad y el control, que favorecería la reestructuración de la empresa (Bolton y Von Thadden, 1998; Blanchard y Aghion, 1996), y la asunción de riesgos necesaria para la innovación de productos o procesos, resultando en una mayor eficiencia y performance empresarial (Smith *et al.*, 1997; Bouthers y Arens, 1999; Markhija y Shapiro, 2000).

¹⁰ Sin embargo, no tendría lugar este efecto negativo en caso de existir buenos mecanismos de control externos, como por ejemplo, la deuda bancaria (Dharwadkar *et al.*, 2000).

¹¹ La privatización parcial es más probable que tenga lugar en países de legislación civil. Este tipo de países se caracteriza por una menor protección de los accionistas y de los inversores privados, por lo que los gobiernos pueden privatizar sólo una parte de la empresa, para seguir ejerciendo su control de cara a su privatización completa, y también para evitar una elevada infravaloración en el precio de venta, pues los nuevos accionistas pueden tener miedo de ser expropiados por los directivos (Bortolotti *et al.*, 2003).

¹² De este modo, el gobierno puede obtener ingresos no sólo por la venta en sí de la empresa, sino también por los beneficios que ésta puede obtener tras la privatización.

Aunque la participación de los directivos en el capital después de la privatización puede, teóricamente, tener tanto efectos positivos como negativos sobre la performance empresarial, en términos generales, la evidencia empírica sugiere mayores rendimientos para las empresas controladas por externos (Frydman *et al.*, 1999; Earle y Teledge, 2002)¹³. Respecto a la posible influencia de la participación en el capital de los empleados sobre la performance empresarial, la evidencia empírica tampoco es clara. Algunos estudios encuentran una relación negativa entre la participación de los empleados y la eficiencia y productividad (Barberis *et al.*, 1996; Boycko *et al.*, 1996; Earle y Teledge, 2002), mientras que otros autores encuentran una relación positiva (Smith *et al.*, 1997). Por ello, considerando los argumentos anteriores planteamos las siguientes hipótesis:

H5: La mejora en la “performance” será mayor para aquellas empresas en las que el Estado retenga un menor poder tras su privatización (privatización total y/o el Estado no dispone de una acción de oro).

H6: La mejora en la “performance” será mayor para aquellas empresas privatizadas en las que un inversor externo adquiera una participación significativa en el capital tras la privatización.

Un caso particular de inversor externo es el inversor extranjero. El carácter nacional o extranjero del inversor externo puede influir significativamente en la performance o en el precio de mercado de la empresa (Sader, 1993). La concesión del control de la empresa privatizada a una empresa extranjera puede aportar a la empresa nuevos conocimientos sobre tecnologías más avanzadas, modernas habilidades directivas, una mejora en la calidad de los productos y facilitarles un mejor acceso al mercado de productos, de factores y financiero. Este argumento se ve corroborado por Fayh *et al.* (2003) que sugieren que las empresas privatizadas a inversores extranjeros tienen un mayor y mejor acceso a los recursos financieros y a las nuevas marcas, y por Artisien-Maksimenko (2001) que encuentran que la participación de un inversor extranjero en el capital de las empresas privatizadas permite la adquisición de nuevas tecnologías. Por ello, la hipótesis que se propone es:

H7: La mejora en la “performance” será mayor para aquellas empresas privatizadas en las que un inversor extranjero adquiera una participación significativa en el capital tras la privatización.

¹³ Sin embargo, no siempre la evidencia empírica es concluyente respecto a la mejor performance de las empresas controladas por externos (Frydman *et al.*, 1997); incluso empresas dominadas por un interno pueden tener un mayor crecimiento en comparación con las controladas por inversores externos (Smith *et al.*, 1997).

La performance que presente la empresa en el momento de la privatización y en los años precedentes puede influir también en su performance posterior. Por un lado, podría considerarse que una mejor performance previa conllevaría una mejor performance posterior pues la empresa ya está bien gestionada y continuará con esa tendencia, pero por otro lado puede que no tenga lugar la mejora asociada a la privatización si las empresas ya han sido reestructuradas o saneadas previamente (Dewenter y Malatesta, 2001). Podría argumentarse que en aquellas empresas que tengan una peor performance previa y que no hayan sido saneadas previamente los cambios que conlleva la privatización serán más notables. Por ello, formulamos la siguiente hipótesis:

H8: La mejora en la “performance” será mayor para aquellas empresas privatizadas que presentaban peores resultados antes de la privatización.

Finalmente, los cambios en la performance y en la estrategia también se pueden ver afectados por variables internas, como por ejemplo el tamaño de la empresa (Rajagopalan y Spreitzer, 1997). En las empresas de mayor tamaño puede ser más difícil que se produzcan cambios después de la privatización (Villalonga, 2000; Aussenegg y Jelic, 2002), y además, este tipo de empresas en el pasado se pudo beneficiar del apoyo del Estado, por ejemplo, por medio de restricciones presupuestarias blandas (Megginson y Netter, 2001). Como resultado, pueden estar en mejores condiciones en el momento de la privatización y quizás muestren una menor mejora inmediatamente tras el cambio de propiedad. Por el contrario, si continúan con la buena tendencia pasada, el efecto positivo de la privatización hará que presenten una mejor performance que las empresas de menor tamaño.

4. BASE DE DATOS, VARIABLES Y METODOLOGÍA EMPLEADA

4.1. BASE DE DATOS

La base de datos del estudio está compuesta por el conjunto de empresas españolas privatizadas en el periodo 1985-2000, es decir, un total de 117 empresas. Sobre esta base de datos se obtienen datos económicos-financieros de las empresas en un periodo que alcanza -3 a +3 años alrededor de la privatización (año cero). La muestra finalmente empleada es el resultado de realizar las siguientes exclusiones de la totalidad de empresas privatizadas en ese periodo de tiempo:

- a) Empresas para las que no se disponía de un mínimo de tres años de observaciones antes y después de la privatización: por la imposibilidad de obtener los datos contables, por tratarse de empresas que comenzaban su actividad en los años inmediatamente

anteriores a su privatización, o por ser empresas que eran liquidadas o desaparecían en fechas próximas al momento de la privatización.

b) Empresas pertenecientes al sector financiero o dedicadas a los servicios financieros, dadas sus características diferenciales.

c) Empresas en las que no podemos realizar la corrección por datos sectoriales, por falta de información del dato agregado por sector.

Tras la aplicación de estos filtros la muestra finalmente utilizada asciende a un total de 58 empresas (72 procesos, 14 de los cuales corresponden a empresas privatizadas por medio de OPV), aproximadamente el 50 por ciento del total de las empresas privatizadas en el periodo objeto de estudio.

En comparación con los estudios previos para el caso español nuestra muestra es mayor y más representativa: Sanchís (1996) utiliza una muestra de 17 empresas, Villalonga (2000) 24 empresas y Romero (2005) 40 empresas. En comparación con estudios que utilizan muestras internacionales o de un único país, compuestas en la mayoría de los casos por empresas privatizadas por medio de oferta pública de venta, nuestro tamaño muestral es también similar (por ejemplo, Megginson *et al.* (1994) 61 empresas, Dewenter y Malatesta (2001) 63 empresas o Sun y Tong (2005) 53 empresas).

La Tabla 1 muestra la clasificación sectorial, distribución anual y el método de privatización empleado (venta directa u OPV) para la muestra de las empresas incluidas en el estudio. Como puede observarse, las empresas de la muestra pertenecen mayoritariamente al sector de equipos de transporte (15,67% - código SIC 37), y a los sectores de la siderurgia y al sector de servicios de agua, electricidad, gas y sanitarios (11,11% -códigos SIC 33 y 49, respectivamente). Los años más activos, en lo que se refiere a procedimientos de privatización, son el año 1997 (18,05%), el año 1999 (12,5%), y el año 1989 (9,72%). Así mismo se observa que, al igual que para la base de datos total, la mayor parte de los procesos de privatización¹⁴, un 75 por ciento de los casos, corresponden a empresas privatizadas por el método de venta directa. Durante el gobierno socialista el número de procesos de privatización ascienden a 42 (33 por medio de venta directa y 9 por OPV), mientras que con el Partido Popular el número de procesos de privatización es de 30 (21 ventas directas, 9 OPVs).

[TABLA 1]

¹⁴ Hemos considerado el primer y el último tramo de privatización.

La información relativa a las empresas objeto de privatización en el periodo temporal del estudio se ha obtenido de la SEPI y de los informes del Consejo Consultivo de Privatizaciones. Los datos contables proceden de los informes anuales del INI y del Grupo Patrimonio, de las memorias de las empresas privatizadas depositadas en el centro de documentación de la SEPI, y de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y la Bolsa de Madrid para las empresas cotizadas. También se han utilizado las bases de datos SABI e Informasa, las memorias facilitadas por las propias empresas, y las depositadas en los Registros Mercantiles. Esta información se ha completado con la que aparece reflejada en los directorios Dicodi y Dun's & Bradstreet. En algunas ocasiones las propias empresas nos facilitaron directamente información. Los ratios sectoriales han sido calculados a partir de la información facilitada por la Central de Balances del Banco de España. El directorio "Fomento de la producción" ha sido utilizado para calcular el grado de concentración del sector. Las bases de datos del Instituto Nacional de Estadística (INE) han sido utilizadas para obtener información sobre el IPC y sobre el PIB.

4.2. VARIABLES Y METODOLOGÍA EMPLEADA

El primer objetivo de nuestro trabajo es analizar si la privatización de las empresas públicas ha conducido a una mejora en la rentabilidad, eficiencia, ventas e inversión de las empresas privatizadas, así como a una caída en el nivel de endeudamiento y de empleo de las empresas. Para este objetivo, de modo similar a Megginson *et al.* (1994), Boubakri y Cosset (1998) y D'Souza *et al.* (2005) compararemos la performance de las empresas antes y después de la privatización. Proxies empíricos para cada una de las variables y para cada compañía han sido calculados en los tres años anteriores y posteriores a la privatización, tanto en el primer como en el último tramo de privatización (1T y 2T, respectivamente). Los valores de las variables se corrigen por el efecto sectorial restando a cada valor el valor medio sectorial en cada año. Como el año de la privatización incluye periodos de propiedad pública y privada éste se excluye del análisis. Sobre estos valores de las variables en los momentos pre y post privatización se aplica el contraste de igualdad de medias de la t de student y el contraste no paramétrico de medianas de Wilcoxon. En concreto, se comparan los valores medios y medianos de las variables en el periodo anterior a la privatización (-3-1) con el periodo post-privatización (+1+3). En el periodo post-privatización se consideran alternativamente el primer y último tramo de privatización. Es decir, en el caso de que hubiese más de un tramo, en el último de ellos se comparan los valores medios y medianos pre-privatización del primer tramo con los valores post-privatización del último tramo de privatización¹⁵.

¹⁵ Alternativamente, hemos considerado como momento de la privatización el año en el que la participación del Estado en el capital de la empresa es inferior al 50 por ciento. Hemos repetido el análisis de diferencias de medias y medianas y los resultados no varían.

Como variables representativas de la rentabilidad empresarial se utilizan la rentabilidad económica (RE) y financiera (RF) y el margen sobre ventas (MARGEN) (en tanto por ciento). Como variables representativas de la eficiencia económica se utilizan los ratios ventas reales por empleado (VTAS/EMP), resultado del ejercicio por empleado (RTDO/EMP), beneficio de explotación por empleado (BE/EMP) y valor añadido por empleado (VA/EMP) (en millones de euros por empleados). Las ventas (VTAS) se definen como el volumen de ventas de la empresa deflactadas por el IPC¹⁶ (en millones de euros). La inversión (INV) se define como el incremento en activo fijo de la empresa de un año respecto al anterior (en tanto por ciento). Como indicadores de la situación financiera se han utilizado el endeudamiento total (END) y a largo plazo (END LP) (en tanto por ciento). Finalmente, el empleo (EMPLEO) se ha medido como el número de trabajadores de la empresa a 31 de diciembre de cada ejercicio. Todas estas variables se corrigen por datos sectoriales medios anuales a partir de la información proporcionada por la Central de Balances del Banco de España (Tabla 2, Panel A).

En segundo lugar, analizamos otros factores que pueden explicar el porque las empresas privatizadas experimentan una mejora en su performance tras la privatización. Se definen variables representativas de los posibles factores explicativos de la performance de las empresas tras la privatización (H2 a H8), tal y como muestra la Tabla 2 (Panel B). Para medir el grado de competencia del sector hemos definido dos variables¹⁷: SECTOR representa la adscripción de la empresa privatizada a un sector considerado tradicionalmente como regulado o competitivo, y CONCENT indica si el grado de concentración del sector aumenta tras la privatización (en tanto por ciento)¹⁸. La variable TGOB se define como una variable dicotómica que toma el valor uno si la empresa fue privatizada bajo el gobierno del PP. La variable METODO es una variable dicotómica que toma valor uno en caso de que el método de privatización empleado sea la oferta pública de venta y cero en caso contrario. La participación del Estado en el capital de la empresa tras la privatización así como su capacidad de decisión sobre ella, se mide a través de dos variables: una variable continua, PRETEN que indica el porcentaje que retiene el Estado en el capital de la empresa tras la privatización¹⁹, y una variable dicotómica, ACCION que toma valor uno si el Estado dispone de una acción de oro sobre la empresa²⁰. La naturaleza del

¹⁶ El año al que han sido deflactadas todas las ventas es 1980.

¹⁷ Se consideró la posible capacidad explicativa de la liberalización del sector al que pertenece la empresa privatizada definiendo una variable dicotómica que toma valor uno si el sector había sido liberalizado o no. La correlación existente entre la variable representativa de la adscripción a un sector regulado y de la variable representativa de los procesos de liberalización, así como su nula capacidad explicativa, desaconsejaban su introducción como posible factor explicativo. La mayor parte de los procesos de liberalización tenían lugar tras la privatización de las empresas.

¹⁸ Se ha definido como la cuota de mercado (en términos de número de empleados) de las cuatro principales empresas del sector. Inicialmente, se consideró la posibilidad de definir el grado de concentración en términos del volumen de ventas pero la falta de información homogénea para todo el periodo de estudio y para todos los sectores económicos necesarios no lo hizo posible.

¹⁹ Alternativamente, se ha considerado si se trataba de una privatización parcial o completa, TPRIVAT.

²⁰ Esta variable se considera sólo en el último tramo de privatización, pues en el primer tramo la mayoría de las acciones de oro no existían para las empresas españolas privatizadas.

adquirente se mide con dos variables: PARTINT toma valor uno si los directivos y/o empleados participan en el capital de la empresa tras la privatización, y la variable INVEXT toma valor uno si un inversor extranjero adquiere una participación significativa en el capital de la empresa tras la privatización. La performance de la empresa en los tres años anteriores al cambio de propiedad se mide con la variable RTDOS PRE²¹.

Como variables de control se incluye LVTAS como indicador del tamaño de la empresa, esto es el logaritmo natural del total de las ventas en millones de euros en el año de la privatización²² y la variable CICLO como indicador de la situación económica del país. Esta variable viene dada por la variación del producto interior bruto en el año de la privatización.

[TABLA 2]

Para el análisis de estos determinantes que pueden ayudar a explicar la mejora en la performance empresarial tras la privatización realizamos un análisis de regresión lineal múltiple en el que la variable dependiente es la diferencia en la rentabilidad, eficiencia económica, ventas, inversión, endeudamiento y nivel de empleo, entre los tres años posteriores a la privatización, versus los tres años anteriores a la misma, y como variables independientes las variables explicativas y de control anteriormente definidas y que la literatura teórica y empírica identifican como posibles determinantes de la mejora post-privatización. El modelo objeto de contraste se define como sigue²³:

$$DPERFORMANCE = a_0 + a_1 SECTOR + a_2 CONCENT + a_3 TGOB + a_4 METODO + a_5 PRETEN^{24} + a_6 ACCION + a_7 PARTINT + a_8 INVEXT + a_9 RTDOS PRE^{25} + a_{10} LVTAS^{26} + a_{10} CICLO + e_{it}$$

Siendo DPERFORMANCE el cambio post-versus-pre privatización (-3+3) para los diferentes indicadores de la rentabilidad, eficiencia, ventas, inversión, empleo y endeudamiento.

La Tablas 3 presenta los estadísticos descriptivos de las variables incluidas en el estudio en el primer de privatización²⁷. Los valores son similares en el último de los tramos de privatización,

²¹ Alternativamente, se ha definido otra variable que indica la situación económica o performance de la empresa en el momento de su privatización, PERFORM 0.

²² Alternativamente, se ha considerado el logaritmo natural del activo total de la empresa, LACTIVO.

²³ Se han realizado distintas combinaciones de las variables explicativas teniendo en cuenta aquellas variables que eran alternativas para no introducirlas repetidamente en el modelo. Tanto en el primer como en el último tramo hemos repetido las estimaciones sin tener en cuenta la variable METODO correlacionada con varias de las variables explicativas, pero los resultados no varían significativamente. Adicionalmente, en el último tramo se han repetido las estimaciones sin tener en cuenta la variable de control LVTAS por el mismo motivo. Los resultados son también similares.

²⁴ En alternativa TPRIVAT.

²⁵ En alternativa PERFORM 0.

²⁶ En alternativa LACTIVO.

²⁷ En el caso de las variables explicativas y de control los estadísticos han sido calculados teniendo en cuenta como variable dependiente la proxy del cambio en el volumen de ventas (DVTAS). En este caso es cuando disponemos un mayor número de observaciones.

por lo que nos referiremos únicamente a los del primer tramo. Las variables representativas del funcionamiento de las empresas presentan un valor mediano negativo, excepto en el caso del volumen de ventas (DVTAS). La participación del Estado en el capital de las empresas tras la privatización está comprendida entre un 70 y un cero por ciento, tomando un valor medio de 12,681 por ciento (valor mediano de cero), mostrando que tras el primer tramo de privatización el Estado retiene, por término medio, una participación elevada en el capital de las empresas, pero siendo este comportamiento asimétrico. Así, mientras que en algunas empresas, aquellas privatizadas fundamentalmente por medio de OPV, el Estado retiene un alto porcentaje en el capital, en otras su participación es nula. En un 65 por ciento de los casos se trata de privatizaciones completas, de las cuales un 92 por ciento corresponden a empresas privatizadas por medio de venta directa. La variable representativa de los resultados de la empresa antes de la privatización (RTDOS PRE) presenta un valor medio positivo de 24,256 millones de euros. Sin embargo, el valor mediano de esta variable es negativo, -0,252 millones de euros, lo cual indica la existencia de un mayor número de empresas con resultados negativos antes de la privatización.

Se observa además que un elevado porcentaje de las privatizaciones tienen lugar en sectores regulados, un 25 por ciento. Un 38,6 por ciento de las privatizaciones se producen con posterioridad a 1996 (gobierno del PP) y tan sólo un 17 por ciento por medio de oferta pública de venta, aunque en términos de tamaño, estas privatizaciones representan el 79,33 por ciento del total de la muestra. La mayor parte de las empresas son adquiridas por inversores externos, participando únicamente los internos (directivos y/o empleados) en un 17 por ciento. Además un 36,36 por ciento son adquiridas por un inversor extranjero.

Respecto a las variables de control, el tamaño medio de las empresas privatizadas es de 661,286 millones de euros, aunque la muestra es muy asimétrica (valor mínimo de 0,439 y valor máximo de 10.460,958 millones de euros). Por último, el incremento del PIB en el año de la privatización toma un valor medio de 3,922, de modo que la mayor parte de las empresas son privatizadas en un ciclo expansivo de la economía.

[TABLA 3]

La matriz de correlaciones bivariadas de las variables incluidas en el estudio para el primer tramo se muestra en la Tabla 4²⁸. La variable LVTAS en el primer tramo de privatización sólo está correlacionada de modo positivo con la variable CICLO, de modo que las empresas de mayor tamaño son privatizadas en ciclos económicos expansivos. Aunque no se muestra, en el

²⁸ Las correlaciones entre las variables explicativas se han calculado teniendo en cuenta la variable relativa a la diferencia o cambio en el volumen de ventas (DVTAS) puesto que es en este caso cuando tenemos un mayor número de observaciones.

último tramo de privatización, además de la correlación anterior, LVTAS esta correlacionada con la mayoría de las variables. Así, está relacionada positivamente con la variable método de privatización, lo que es un reflejo de que las empresas de mayor tamaño se suelen privatizar por medio de OPV, y con la variable ACCION, pues es en la privatización de las empresas de mayor tamaño (normalmente por medio de OPV) en las que el Estado en algunas ocasiones se ha reservado la posibilidad de ejercer una acción de oro. Las empresas de mayor tamaño pertenecen principalmente a sectores regulados y suelen tener mejores resultados previos a la privatización, tal y como muestra la correlación positiva de LVTAS con SECTOR y RTDOS PRE.

El tipo de gobierno, tanto en el primer como en el último tramo de privatización, está correlacionado positivamente con la variable CICLO, indicando que las privatizaciones del gobierno del PP se llevaron a cabo en épocas expansivas de la economía. En el periodo de tiempo 1996-2000 nuestro país experimentó un crecimiento en el PIB del 41 por ciento (CESifo, 2007), uno de los más altos de la UE. Además el método de privatización está relacionado positivamente con la variable PRETEN indicando que en aquellas privatizaciones que tienen lugar por medio de OPV y en tramos el Estado retiene más control sobre la empresa tras la privatización. De igual forma, las empresas privatizadas por medio de oferta pública suelen pertenecer a sectores regulados, “las joyas de la corona”, dada la correlación positiva que hay entre la variable METODO y la variable SECTOR. En realidad, un 73 por ciento de las empresas privatizadas por medio de OPV pertenecen a sectores regulados, frente al 11 por ciento de empresas privatizadas por medio de venta directa. METODO está también correlacionada de modo positivo con RTDOS PRE. Las empresas privatizadas por medio de OPV tienen mejores resultados en el periodo pre-privatización. La variable PARTINT está relacionada positivamente con la variable RTDOS PRE, de modo que los directivos y/o empleados adquieren participación en el capital en las empresas que presentaban una mejor performance antes de la privatización (primer y último tramo de privatización)²⁹, y en el último tramo con la variable ACCION, de modo que en las empresas privatizadas por medio de OPV en las que se reserva un tramo para los empleados son aquellas en las que el Estado dispone de una acción de oro.

Por su parte, la variable INVEXT en el último tramo de privatización está relacionada de modo positivo con CONCENT. De modo que en aquellos sectores en los que aumenta la concentración tras la privatización (disminuye la competencia) un inversor extranjero adquiere una participación significativa en el capital de la empresa. Finalmente, las empresas en las que

²⁹ Esta correlación es debida fundamentalmente a la participación que se reserva a los empleados en la oferta pública de venta. Mientras que en el 64 por ciento de las privatizaciones por medio de OPV los empleados participan en el capital de la empresa, ese porcentaje es nulo para aquellas empresas privatizadas por medio de venta directa.

el Estado tiene la posibilidad de ejercer una acción de oro pertenecen a sectores regulados, dada la correlación positiva entre ACCION y SECTOR.

[TABLA 4]

5. RESULTADOS

5.1. PRIVATIZACIÓN Y PERFORMANCE

En primer lugar, analizamos si la performance de las empresas españolas mejora tras la privatización. La Tabla 5 muestra los resultados de la aplicación del contraste de medias la t de student y de medianas de Wilcoxon para las distintas variables corregidas por sector, en el horizonte temporal de tres años antes y después de la privatización. Como puede apreciarse los resultados muestran que no todos los ratios experimentan una mejora en sus valores medianos³⁰ post-privatización. En concreto, hay una disminución en el caso de la rentabilidad económica (primer tramo de privatización), en el último tramo de privatización de los ratios de eficiencia ventas/empleado y resultado/empleado, y en ambos tramos del ratio beneficio de explotación/empleado. Sin embargo, únicamente existen diferencias significativas en el ratio de rentabilidad MARGEN y en los ratios de eficiencia VTAS/EMP y RTDO/EMP. Así, tiene lugar una mejora en el margen sobre ventas, al nivel del 5 por ciento, y en el ratio de eficiencia resultado por empleado, únicamente al nivel del 10 por ciento, considerando la muestra del primer tramo de privatización. Incluso, se produce una caída significativa, aunque al nivel del 10 por ciento, en el caso del ratio ventas por empleado y en el último tramo de privatización. No existen tampoco diferencias significativas en el nivel de ventas, inversión, endeudamiento y empleo.

Estos resultados sugieren en un horizonte temporal a medio plazo (-3+3) y una vez considerado el efecto sectorial la no existencia de diferencias significativas o la no mejora en la rentabilidad, eficiencia, ventas, nivel de inversión, empleo y estructura financiera de las empresas tras su privatización. Los resultados son similares a los de los estudios previos sobre el proceso de privatizaciones español que no tienen en cuenta la posible influencia del efecto sectorial³¹. Sanchís (1996) encuentra que no en todos los procesos de privatización estudiados tiene lugar una mejora en la productividad. Melle (1999) y Romero (2005) únicamente encuentran una mejora en el ratio ventas por empleo, y Villalonga (2000) no encuentra evidencia suficiente para

³⁰ Hemos tenido en cuenta los valores medianos pues tras aplicar el test de normalidad de Kolmogorov - Smirnov hemos rechazado la normalidad de las variables.

³¹ Sólo Hernández de Cos (2004) y Herrero y Guerrero (2005) con una muestra de de 33 y 8 empresas privatizadas, respectivamente, pertenecientes al sector manufacturero, encuentran una mejora en la eficiencia productiva tras la privatización. Para una muestra de cinco empresas privatizadas por medio de OPV Farinos *et al.* (2007) también encuentran una mejora en la eficiencia, en el nivel de ventas y de endeudamiento, aunque al nivel del 10 por ciento.

apoyar una mejora en el funcionamiento de las empresas tras su privatización, señalando la importancia de otros factores como el tamaño de la empresa o el tipo de adquirente.

No obstante, los resultados varían según la empresa, el tramo de privatización y el indicador de la performance empresarial. Mientras el 54 por ciento de las empresas mejora la rentabilidad económica tanto en el primero como en el último tramo y el 62 por ciento muestra una mejora en el margen de explotación después del primer tramo (53 por ciento en el último tramo), sólo un 40 por ciento de las empresas mejora la eficiencia (ventas reales por empleado) en ambos tramos, y un 59 por ciento muestra una mejora en el ratio resultado por empleado en el primer tramo (48 por ciento después del último tramo).

Una posible explicación para los resultados obtenidos, la no mejora en la performance empresarial tras la privatización una vez considerado el efecto sectorial, puede ser el horizonte temporal del análisis. Las empresas privatizadas pueden necesitar más de tres años para ser reestructuradas y mejorar su performance después de la privatización y ser al mismo tiempo más competitivas o eficientes que el resto de las empresas que pertenecen a su mismo sector. En este sentido, Cabeza y Gómez (2007) en un horizonte temporal a largo plazo, cinco años antes y después de la privatización, y cuando el efecto sectorial es considerado, encuentran una mejora significativa en la rentabilidad y eficiencia tras la privatización.

[TABLA 5]

5.2. DETERMINANTES DE LA MEJORA EN LA PERFORMANCE TRAS DE LA PRIVATIZACIÓN

Tras el análisis del cambio en la performance empresarial tras la privatización, hemos concluido que en el horizonte (-3+3) cuando el efecto sectorial es considerado no se produce una mejora en la performance post-privatización. Algunas de las empresas si mejoran pero otras no lo hacen. Por ello, a continuación procedemos a analizar que factores adicionales al cambio de propiedad pueden influir en la mejora de la performance de las empresas privatizadas. Para ello, se relaciona el cambio en las diferentes variables planteadas con las variables explicativas representativas del entorno económico, político y regulatorio, la performance previa de las empresas y la estructura de propiedad y de gobierno existente tras la privatización. Los resultados considerando el primer y el último tramo de privatización se muestran en las Tablas 6 y 7, respectivamente³².

³² Han sido filtrados aquellos valores extremos de las variables dependientes para evitar sesgos. Hemos tenido en cuenta el problema de la heterocedasticidad, de modo que en aquellos casos que los que se detectó el problema hemos estimado un modelo robusto.

Para las variables rentabilidad económica, financiera, margen de explotación, resultado del ejercicio por empleado, beneficio de explotación por empleado, empleo e inversión no se puede extraer ninguna conclusión respecto a los factores determinantes en el cambio experimentado por estas variables tras la privatización, al no resultar significativo ningún modelo de regresión. Respecto al primer tramo de privatización y para las dos variables de eficiencia, ventas por empleado y valor añadido por empleado, la no pertenencia a un sector regulado (SECTOR) parece ser un factor explicativo del cambio en la performance tras la privatización, de modo que las empresas que pertenecen a un sector regulado tienen una menor mejora en la eficiencia, tal y como proponía nuestra segunda hipótesis. Empresas que operaban en sectores regulados, normalmente monopolios u oligopolios, pueden no tener los incentivos suficientes para aumentar la innovación o buscar un mejor funcionamiento empresarial, pues la amenaza de perder su posición en el mercado es reducida. Sin embargo, las empresas que actúan en sectores competitivos, con la privatización están incentivadas a mejorar su funcionamiento, pues ahora tienen que competir con el resto de empresas privadas, para poder sobrevivir, sin el apoyo financiero por parte del Estado, que podía garantizar su existencia, aun en el caso de malos resultados empresariales. (SECTOR) está relacionada de modo significativo y positivo con el cambio en el nivel de ventas, sugiriendo que los utilities tienen a experimentar una mayor mejora en el volumen de ventas, quizás como consecuencia de su posición monopolística que les permite tener un mayor volumen de ingresos. Tal y como se aprecia en la Tabla 6 un aumento en el nivel de concentración del sector (CONCENT), o dicho de otra manera, una reducción del nivel de competencia tras la privatización, supone un menor nivel de eficiencia (ventas por empleado y valor añadido por empleado). Estos resultados son similares a los de Li y Xu (2004) que concluyen que la competencia y liberalización influyen en la performance post-privatización para una muestra de empresas del sector de las telecomunicaciones, y a los de Boubakri *et al.* (2005) que encuentran un efecto positivo de la liberalización sobre el nivel de inversión y de ventas para una muestra de empresas privatizadas en países en desarrollo.

En el caso del ratio valor añadido por empleado el método de privatización empleado (METODO) y el tipo de gobierno (TGOB) que realiza la privatización parecen ser otros factores explicativos. Las empresas privatizadas por medio de oferta pública de venta y bajo el gobierno del PP experimentan una mayor mejora en términos de eficiencia, de acuerdo con nuestra hipótesis tercera. Estas empresas son las llamadas “joyas de la corona”, empresas que continúan con la buena performance que ya tenían anteriormente.

En el caso del volumen de ventas la participación de un inversor extranjero (INVEXT) en el capital de la empresa tras la privatización parece ser un factor determinante. Aquellas empresas en las que un inversor extranjero adquiere una participación en el capital tienen una mayor

mejora, tal y como indica el signo positivo del coeficiente de esta variable y como proponía la hipótesis 7. Este resultado apoya el encontrado por Villalonga (2000) quien señala que el tipo de comprador, nacional o extranjero, es un factor a considerar a la hora de explicar las consecuencias del proceso de privatizaciones español. De igual forma, Wei *et al.* (2003), D'Souza *et al.* (2005) y Brown *et al.* (2006) también muestran una mayor mejora en la performance cuando un inversor extranjero adquiere una participación en el capital de la empresa privatizada.

En lo que se refiere al porcentaje que retiene el Estado en el capital de la empresa tras su privatización (PRETEN), parece haber una mayor mejora en el volumen de ventas cuanto mayor sea el porcentaje que conserva el Estado en el capital de las empresas. Aunque este resultado parece contrario al propuesto en la hipótesis 5, una posible explicación, puede ser que en el primer tramo de privatización muchas de las empresas son privatizadas de modo parcial, por lo que el Estado puede continuar ejerciendo su influencia sobre la empresa, por ejemplo incentivando a sus directivos vía subsidios a mantener ineficientes volúmenes de ventas, con el objetivo de proteger zonas socialmente deprimidas o el nivel de empleo.

Por otro lado, las empresas que presentaban una mejor situación económica antes de la privatización (RTDOS PRE) son las que tienen una menor mejora en la eficiencia (valor añadido por empleado). Como explicación puede considerarse que al estar más saneadas previamente el efecto positivo de la privatización es menor (Dewenter y Malatesta, 2001). Además, cuanto mejor sea la situación previa de la empresa mayor será el aumento del nivel de endeudamiento a largo plazo de la empresa tras la privatización. Una mejor performance previa permitiría a la empresa hacer frente al pago de los intereses y a la devolución del principal.

Finalmente, también debe tenerse en cuenta la influencia del tamaño empresarial (LVTAS) sobre la performance, pues son las empresas de mayor tamaño las que experimentan una mayor mejora en el nivel de eficiencia (valor añadido por empleado) y en el nivel de ventas, y un menor incremento en el nivel de endeudamiento a largo plazo. Las empresas de mayor tamaño son privatizadas normalmente por medio de OPV de modo que pueden conseguir financiación a través de mercado de capitales, por medio de renta variable, y no sólo a través de endeudamiento.

En el último tramo de privatización los resultados son similares. Las empresas de sectores regulados experimentan una menor mejora en la eficiencia, pero por el contrario, un mayor aumento del nivel de ventas tras el cambio de propiedad. Cuanto mejor sea la situación económica previa de las empresas menor será la mejora en su nivel de eficiencia, pero mayor el nivel de endeudamiento tras la privatización. Las empresas privatizadas por medio de OPV y

bajo el gobierno del PP experimentan una mejora en el ratio valor añadido por empleado. Las empresas de mayor tamaño experimentan una mayor mejora en el nivel de eficiencia (valor añadido por empleado) y en el nivel de ventas, y un menor incremento en el nivel de endeudamiento a largo plazo. La presencia de inversores extranjeros no sólo tiene un efecto positivo sobre el volumen de ventas, sino que también repercute en una reducción en el nivel de endeudamiento a largo plazo. Los inversores extranjeros, permiten a la empresa acceso al mercado de productos y al financiero, así como a los mercados internacionales, lo que permite fuentes de financiación alternativas, disminuyendo así el coste de capital de las empresas (Stulz, 1999; Henry, 2000). Además, los inversores extranjeros proporcionan un control sobre la actuación directiva, reduciendo las oportunidades de comportamientos oportunistas (por ejemplo, tendencia al crecimiento expansionado, con el consiguiente aumento del endeudamiento), y aportan a la empresa su conocimiento y su experiencia, por lo que la empresa puede ser capaz de tener un mejor funcionamiento empresarial (tal y como hemos confirmado en el volumen de ventas) (Pivovarsky, 2001), y disponer así de una mayor autofinanciación para realizar proyectos de inversión.

La interferencia del Estado también puede repercutir sobre la performance (Wei *et al*, 2003; Sun y Tong, 2005). Así, las empresas en las que el Estado puede ejercer una acción de oro (ACCION) experimentan una menor mejora en la eficiencia empresarial, y cuanto mayor sea la participación del Estado en el capital menor será la mejora en el nivel de ventas. A diferencia del primer tramo, en el último la mayoría de las empresas están privatizadas por completo o casi por completo, por lo que queda patente que la presencia del Estado como accionista puede ejercer un efecto negativo sobre el nivel de ventas.

Los resultados de este análisis, por tanto, parecen sugerir que no sólo el cambio de titularidad de la propiedad, sino también otros factores pueden ayudar a explicar el cambio en el funcionamiento de las empresas tras su privatización. La pertenencia a un sector no regulado y/o el grado de concentración del sector es uno de los factores a tener en cuenta. Las empresas de sectores no regulados experimentan mayores incrementos en eficiencia. Por el contrario, es en las empresas de sectores regulados en las que se produce un mayor aumento del volumen de ventas tras la privatización. Quizás la no liberalización plena de los sectores económicos permite a las empresas monopolísticas conservar su posición en el mercado. En este sentido, Li y Xu (2004) concluyen que sólo una privatización completa y el aumento en el nivel de competencia suponen un aumento de la productividad.

Otra variable que puede ayudar a explicar la mejora en el funcionamiento de las empresas privatizadas es la presencia de inversores extranjeros en el capital de la empresa. Éstos pueden ayudar a su incorporación en los mercados internacionales, lo que les proporciona financiación

y control, y al mismo tiempo su conocimiento y experiencia pueden mejorar la eficiencia (mejora en el volumen de ventas) (Villalonga, 2000; Brown *et al.*, 2006) y la autofinanciación, facilitando también la disminución del endeudamiento (disminución del nivel de endeudamiento a largo plazo).

El tamaño de las empresas (Villalonga, 2000) y su situación económica previa a la privatización (Dewenter y Malatesta, 2001) también pueden influir en la mejora de la performance tras el cambio de propiedad. Finalmente, cuanto menor sea la participación del Estado en el capital (Megginson *et al.*, 1994; Wei *et al.*, 2003) o éste no disponga de la posibilidad de ejercer una acción de oro, mayor será la mejora en la eficiencia y en el nivel de ventas.

En resumen, considerando tanto el primer como el último tramo de privatización, los resultados muestran que factores como la pertenencia a un sector competitivo, la participación de inversores extranjeros y del Estado en el capital de las empresas, la situación económica previa o el tamaño empresarial deberían tenerse en cuenta a la hora de explicar el cambio en la performance tras la privatización. De esta manera se confirman nuestras hipótesis 2, 5, 7 y 8. No está tan claro el efecto de otros factores como el tipo de gobierno, el método de privatización o la participación de los internos en el capital de la empresa.

6. CONCLUSIONES

La privatización de las empresas públicas en los últimos años ha sido un fenómeno presente en muchos países, como modo para modernizar su economía, para reducir la interferencia del gobierno en la actividad económica y para mejorar el funcionamiento de las empresas. En algunas ocasiones, como es el caso de España, los procesos de privatización han contribuido a reducir el déficit público y ayudar así a la incorporación en la Unión Económica y Monetaria. Una gran parte de la evidencia empírica apoya la idea de un mejor comportamiento de las empresas privadas frente a las públicas, y en algunas ocasiones de una misma empresa antes y después de la privatización. La evidencia empírica existente hasta este momento en nuestro país apoya un mejor funcionamiento de las empresas privadas frente a las públicas (Cuervo, 1989; Azofra *et al.*, 1991; Argimon *et al.*, 1999), pero no es tan concluyente respecto a la mejora en el comportamiento de las empresas tras su privatización (Melle, 1999; Villalonga, 2000), sugiriendo que otros factores como la reestructuración previa de la empresa (Bosch y Vergés, 2002) o el tipo de comprador y el tamaño empresarial (Villalonga, 2000) deberían ser considerados para explicar estas mejoras.

Nuestro trabajo es un paso adicional para entender el proceso de privatización español. Hemos analizado si, al igual que ocurre en otros países, en España, los procesos de privatización han supuesto un cambio en el funcionamiento de las empresas en el periodo 1985-2000 y cuales

pueden ser posibles variables explicativas del mismo. Frente a los trabajos existentes hasta el momento para el caso español nuestro estudio utiliza una muestra sensiblemente mayor (58 empresas), muestra que representa el 50 por ciento del número total de empresas privatizadas en nuestro país en el periodo objeto de estudio, hemos realizado una corrección por datos sectoriales y consideramos nuevos factores que pueden influir en la performance empresarial post-privatización.

Los resultados no apoyan una mejora significativa de la rentabilidad y de la eficiencia, una vez que el efecto sectorial se ha considerado, y en un horizonte a medio plazo (tres años antes y después de la privatización). Además, utilizando un análisis de regresión lineal múltiple, intentamos identificar otros determinantes que podrían ayudar a explicar el cambio en la performance tras la privatización. En este sentido, la competencia, la presencia de un inversor extranjero en el capital de las empresas tras el cambio de propiedad y la ausencia del Estado como accionista, parecen jugar un papel importante en la performance empresarial post-privatización. La mejora en la performance será mayor para empresas pertenecientes a sectores competitivos o con un menor grado de concentración y cuando un inversor extranjero participa en el capital de la empresa tras la privatización. Por el contrario, cuanto mayor sea el porcentaje que retenga el Estado en el capital de la empresa o éste disponga de la posibilidad de ejercer una acción de oro menor será la mejora. En consecuencia, nuestro trabajo pone de manifiesto y refuerza la importancia del entorno económico y de la estructura de propiedad como requisitos para el éxito de los procesos de privatización.

BIBLIOGRAFÍA

- Aghion, P.; Dewatripont, M. y Patrick, R. (1997). "Corporate governance, competition policy and industrial policy". *European Economic Review*, 41 (3-5), pp. 797-805.
- Aghion, P.; Dewatripont, M y Patrick, R. (1999). "Competition, financial discipline and growth". *The Review of Economic Studies*, 66 (4), pp. 825-852.
- Alexandre, H. y Charreaux, G. (2004). "Efficiency of French privatisations: a dynamic vision". *Journal of Corporate Finance*, 10, pp. 467-494.
- Antoncic, B. y Hisrich, D. (2003). "Privatization, corporate entrepreneurship and performance: testing normative model". *Journal of Developmental Entrepreneurship*, 8 (3), pp. 197-218.
- Argimon, I.; Artola, C. y González-Páramo, J. (1999). "Empresa pública y privada: titularidad y eficiencia relativa". *Moneda y Crédito*, 209, pp. 45-93.
- Artisien-Maksimenko, P. y Rojec, M. (2001). Foreign investment and privatization in Eastern Europe. Basing-stoke, Palgrave.
- Aussenegg, W. y Jelic, R. (2002). "Operating performance of privatized companies in transition economies: the case of Poland, Hungary and the Czech Republic". University of Birmingham, working paper.
- Azofra, V.; Fernández, A.I.; Hernangómez, J. y De Miguel, A. (1991). "Análisis sectorial del comportamiento financiero de las empresas públicas y privadas en España". *Anales de Estudios Económicos y Empresariales*, 6, pp. 335-360.
- Barberis, N.; Boycko, M.; Sheilfer, A. y Tsukanova, N. (1996). "How does privatisation work? Evidence from the Russian Shops". *Journal of Political Economics*, 104, pp. 764-790.
- Birdshall, N. y Nellis, J. (2003). "Winners and losers: assessing the distributional impact of privatization". *World Development*, 31 (10), pp. 1617- 1633.
- Bishop, M. y Kay, J. (1992). "El impacto de la privatización en la eficiencia del sector público en RU". *Información Comercial Española*, 707, pp. 22-34.
- Bishop, M. y Green, M. (1995). "Privatisation and recession. The miracle tested". Discussion Papers no. 10, Centre for the study of Regulated Industries, London.
- Blanchard, O. y Aghion, P. (1996). "On insider privatization". *European Economic Review*, 40 (3-5), pp. 759-766.
- Blanchard, O. y Kremer, M. (1997). "Disorganization". *Quarterly Journal of Economics*, 112 (4), pp. 1091-1126.

- Bolton, P. y Von Thadden, E. (1998). "Blocks, liquidity and corporate control". *Journal of Finance*, 53 (1), pp. 1-25.
- Bortolotti, B.; D'Souza, J.; Fantini, M. y Megginson, W. (2001). "Sources of performance improvement in privatised firms: a clynical study of the global telecommunications industry". Fondazione Eni Enrico Mattei working paper no. 26.
- Bortolotti, B.; D'Souza, J.; Fantini, M. y Megginson, W. (2003). "Privatisation around the World: evidence from data panel". *Journal of Public Economics*, 88, pp. 305-322.
- Bosch, T. y Vergés, J. (2002). "Privatización y eficiencia productiva: análisis del caso de Ensidesa- CSI-Aceralia". XI Congreso Nacional de la Asociación Europea de Economía y Dirección de Empresa (AEDEM), pp. 269-281, Alicante.
- Boubakri, N. y Cosset, J. (1998). "The financial and operating performance of newly privatized firms: evidence from developing countries". *Journal of Finance*, 53 (3), pp. 1081-1110.
- Boubakri, N., Cosset, J. y Guedhami, O. (2004). "Post privatization corporate governance: the role of ownership structure and investor protection". *Journal of Financial Economics*, 76 (2), pp. 369-399.
- Boubakri, N., Cosset, J. y Guedhami, O. (2005). "Liberalization, corporate governance and the performance of privatized firms in developing countries". *Journal of Corporate Finance*, 11 (5), pp. 767-790.
- Boycko, M.; Sheilfer, A. y Visnhy, R (1993). "Privatisating Russia". *Brookings papers on economic activity*, 2, pp. 81-139.
- Boycko, M.; Sheilfer, A. y Visnhy, R. (1996). "A theory of privatization". *Economic Journal*, 106 (1), pp. 327-377.
- Boylaud, O. y Nicoletti, G. (2000). "Regulation, market structure and performance in telecommunications". *OCDE Economics Studies*, 32, pp. 100-141.
- Brouthers, K. y Arens, P. (1999). "Privatization and strategic fit: evidence from Rumania". *Business Strategy Review*, 10, pp. 53-89.
- Brown, J.; Earle, J. y Teledge, A. (2006). "The productivity effects of privatization: longitudinal estimates from Hungary, Romania, Russia and Ukraine". *Journal of Political Economy*, 114 (1), pp. 61-99.
- Cabeza, L. y Gómez, S. (2007). "The Spanish privatisation process: implications on the divested of divested firms". *International Review of Financial Analysis*, en prensa.
- Chirwat, E. (2004). "Industry and firm effects of privatisation in Malawian oligopolistic manufacturing". *The Journal of Industrial Economics*, 52, pp. 277-290.

- Cuervo, A. y Maroto, J. (1983). "Análisis económico-financiero comparativo entre grandes empresas industriales públicas y privadas. Años 1979-80 y 1980-81". *Economía Industrial*, 231, pp.49-72.
- Cuervo, A. (1989). "Situación económica y financiera de la empresa, evolución y perspectiva" en JL García Delgado (Eds.): España, Economía, pp. 601-635. Espasa-Calpe, Madrid.
- Cuervo, A. (1995). "Proceso de privatización de empresas públicas españolas". *Economistas*, 63, pp. 6-13.
- Cuervo, A. (1997). La privatización de la empresa pública. Ediciones Encuentro, Madrid.
- Cuervo, A. (1998). "La privatización de las empresas públicas. Cambio de propiedad, libertad de entrada, y eficiencia". *Información Comercial Española*, 772, pp. 45-57.
- Cuervo, A. y Villalonga, B. (2000). "Explaining the variance in the performance effects of privatization". *Academy of Management Review*, 25 (3), pp. 581-590.
- Cuervo, A. (2004). "Empresa pública y privatización". *Papeles de Economía Española*, 100, pp. 147-163.
- De la Dehesa, G. (1992). "Privatización europea: el caso de España". *Información Comercial Española*, 707, pp. 55-71.
- Dewenter, K. y Malatesta, P. (2001). "State-Owned and privately-owned firms: an empirical analysis of profitability, leverage and labour intensity". *American Economic Review*, 91, pp. 320-334.
- Dharwadkar, R.; George, G. y Brandes, P. (2000). "Privatization in emerging economies: an agency theory perspective". *Academy Management Review*, 25 (3), pp. 650-669.
- Díaz, B. y García, M. (2002). "La hipótesis de supervisión y los cambios en la propiedad accionarial: una revisión". *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de Empresa*, 8 (3), pp. 109-126.
- Djankov, S. y Murell, P. (2002). "Enterprise restructuring in transition: a quantitative survey". *Journal of Economic Literature*, 40 (3), pp. 739-792.
- Dong, X.; Bowles, P. y Ho, P. (2002). "Does employee share ownership matter?. Some evidence on employee attitudes in China's post-privatizations rural industry". University of Winnipeg, working paper.
- D'Souza, J. y Megginson, W. (1999). "The financial and operating performance of privatized firms during the 1990s". *The Journal of Finance*, 54 (4), pp. 1397-1437.

D'Souza, J.; Megginson, W. y Nash, R. (2000). "Determinants of performance improvements in privatized firms: the role of restructuring and corporate governance". Social Science Research network, working paper.

D'Souza, J.; Megginson, W. y Nash, R. (2005). "Effect of institutional and firm specific characteristic on post-privatization performance: evidence from developed countries". *Journal of Corporate Finance*, 11 (5), pp. 747-766.

Earle, J. y Telegdy, A. (2002). "Privatization methods and productivity effects in Romanian industrial enterprises". *Journal of Comparative Economics*, 30 (4), pp. 657-682.

Earle, J. y Estrin, S. (2003). "Privatization, competition and budget constrains: disciplining enterprises in Russia". *Economics of Planning*, 36, pp. 1-22.

Estrin, S. (2002). "Competition and corporate governance in transition". *Journal of Economics Perspectives*, 16 (1), pp. 101-124.

Farinos, J.; José, C.; Ibáñez, A. M. (2007). "Operating and stock market performance of State-Owned enterprise privatizations: the Spanish experience". *International Review of Financial Analysis*, en prensa.

Fahy, J.; Hooley, G.; Beracs, K. y Gabrijan, V. (2003). "Privatisation and sustainable competitive advantage in the emerging economies of central Europe". *Management International Review*, 43, pp. 407-428.

Fernández, Z. (1995). "Formas de privatización de empresas". *Economistas*, 63, pp. 21-30.

Fonseca, R. (1996). "Trade liberalisation and quality innovation in Brazilian autos". IPEA texto para discussao, 418, Río de Janeiro.

Frydman, R.; Cheryl, G.; Rapaczynski, A. (1997). "Private ownership and corporate performance : some lessons from transition economies ". New York University working paper no. 9827.

Frydman, R; Pistor, K. y Rapaczynski, A. (1999). "Investing in insider-dominated firms: as study of Russian Voucher Privatization Funds" en Frydman, Gray y Rapaczynski (Eds.): *Corporate Governance in Central Europe and Russia*. Central European University Press, Budapest.

Frydman, R.; Cheryl, W.; Hessel, M.; Rapaczynski, A. (2000). "The limits of discipline: ownership and hard budget constrains in the transition economies". *The Economics o f Transition*, 8 (3), pp. 577-603.

García Echeverría, S. (1999). "Contribución de las privatizaciones a una nueva dinámica económica y empresarial". *Economía Industrial*, 328, pp. 43-51.

- Goldman, N. (2000). "Reprivatizing Russia". *Challenge*, 43 (3), pp. 28-43.
- Gonenc, R.; Maher, M. y Nicoletti, G. (2000). "The implementation and the effects of regulatory reform: past experience and current issues". OCDE Economics Department, working paper 251.
- González-Páramo, J.M. (1995). "Privatización y eficiencia. ¿Es irrelevante la titularidad?". *Economistas*, 63, pp. 32-43.
- Grosse, R. y Yanes, J. (1998). "Carrying out a successful privatization: the YPF case". *Academy Management Executive*, 12, pp. 64-73.
- Harper, J. (2002). "The performance of privatized firms in the Czech Republic". *Journal of Banking and Finance*, 26, pp. 621-649.
- Hart, O. (1983). "The market mechanism as an incentive scheme". *Bell Journal of Economics*, 14, pp. 366-382.
- Hay, D. (2001). "The post 1990 Brazilian trade liberalization and the performance of large manufacturing firms: productivity, market shares and profits". *The Economic Journal*, 111, pp. 620-641.
- Henry, P. (2000). "Stock market liberalization, economic reform, and emerging market equity prices". *Journal of Finance*, 55, pp. 529-564.
- Hernández de Cos, P.; Argimon, I. y González-Páramo, J. (2004). "Public ownership and business performance in the Spanish manufacturing sector, 1983-1996". *Public Finance Review*, 32 (2), pp. 148-182.
- Herrero, I. y Guerrero, J. (2005). "Mejora la eficiencia individual de las empresas tras su privatización?". Artículo presentado en el VX Congreso Nacional de la Asociación Científica de Economía y Dirección de Empresa, Tenerife.
- Kaminsky, G. y Schmukler, S. (2003). "Short-run Pain, Long-run Gain: the effects of financed liberalization". NBER working paper 9787.
- Kikeri, S.; Nelly, J. y Shirley, M. (1992). Privatization: the lessons of experience. The World Bank, Washington, D. C.
- La Porta, R. y López de Silanes (1999). "The benefits of privatisation: evidence from Mexico". *Quarterly Journal of Economics*, november, pp. 1193-1242.
- Li, W. y Xu, L. (2004). "The impact of privatization and competition in the telecommunications sector around the world". *The Journal of Law and Economics*, 57, pp. 395-431.

- Makhija, A. y Shapiro, M. (2000). "Ownership structure as a determinant of share value: evidence from newly privatized Czech firms". *Financial Review*, 35, pp. 1-32.
- Martin, S. y Parker, D. (1995). "Privatization and economic performance throughout the UK Business Cycle". *Managerial Decision Economics*, 16, pp. 225-237.
- Martin, S. y Parker, D. (1997). *The impact of privatization. Ownership and corporate performance in the UK*. Routledge, Londres.
- Megginson, W; Nash, R. y Van Randerborgh, M. (1994). "The financial and operating performance of newly privatized firms: an international analysis". *The Journal of Finance*, 49, pp. 403-452.
- Megginson, W. y Netter, J. (2001). "From the State to market: a survey of empirical studies on privatization". *Journal of Economic Literature*, 39, pp. 321-389.
- Megginson, W.; Nash, R.; Netter, J. y Poulsen, A. (2004). "The choice of private versus public capital markets: evidence from privatisation". *Journal of Finance*, 59, pp. 2385-2870.
- Melle, M. (1999). "Algunos resultados efectivos de las privatizaciones en España: una primera aproximación". *Economía Industrial*, 330, pp. 141-158.
- Newbery, D. y Pollitt, M. (1997). "The restructuring and privatization of Britain's CEGB-Was it worth it?". *Journal of Industrial Economics*, 45 (3), pp. 269-303.
- OCDE (2003). "Privatising state-owned enterprises. An overview of policies and practices in OECD countries". OCDE online bookshop, code 262003011 P1.
- Omran, M. (2001). "Detecting the performance consequences of privatizing Egyptian state-owned enterprises: does ownership structure really matter?. Mimeo.
- Parker, D. (1999). "Privatization in the European Union: a critical assessment of its development, rationale and consequences". *Economic and Industrial Democracy*, 20, pp. 9-38.
- Perotti, E. (1995). "Credible privatization". *American Economic Review*, 85 (4), pp. 847-859.
- Perotti, E. y Van Oijen, P. (2001). "Privatization, market development and political risk in emerging economies". *Journal of International Money and Finance*, 20, pp. 43-69.
- Pestieau, P. y Tulkens, H. (1993). "Assessing and explaining the performance of public enterprises". *Finanzarchiv*, 50, pp. 293-323.
- Pivovarsky, A. (2001). "How does privatization work? Ownership concentration and enterprise performance in Ukraine". International Monetary Fund working paper no. 01/42.
- Rajagopalan, N. y Spreitzer, G. (1997). "Toward a theory of strategic change: a multilens perspective and integrative framework". *Academy Management Review*, 22 (1), pp. 48-79.

- Ramamurti, R. (1997). "Testing the limits of privatization: Argentine Railroads". *World Development*, 25, pp. 1973-1993.
- Romero, A.M. (2005). "Cambios en la iniciativa emprendedora de las empresas privatizadas en España". Tesis Doctoral, Universidad Complutense.
- Ruza, J. (1994). La privatización y reforma del sector público. Minerva Ediciones, Madrid.
- Saal, D. y Parker, D. (2003). "The impact of privatisation on the English and Welsh water and sewerage industry". CESifo conference on Privatisation Experiences in the EU, Italy.
- Sader, F. (1993). "Privatization and foreign investment in developing world". World Bank Research working paper 1202.
- Sanchís, J. (1996). "Privatización y eficiencia en el sector público español". *Revista de Economía Aplicada*, 10 (4), pp. 65-92.
- Sappington, D. y Weisman, D. (1966). Designing incentive regulations for the telecommunications industry. The MIT Press and the AEI Press, Boston and Washington, DC.
- Schmidt, K. (1997). "Managerial incentives and product market competition". *Review of Economic Studies*, 64, pp. 191-214.
- Sheshinski, E. y López-Calva, L. (2003). "Privatization and its benefits: theory and evidence". *CESifo Economics Studies*, 49 (3), pp. 429-459.
- Shirley, M. y Nellis, J. (1991). Public enterprise reform. The lessons of experience. World Bank, Economic development Institute, Washington. DC.
- Shleifer, A. y Vishny, R. (1996). "A theory of privatization". *The Economic Journal*, 106, pp. 309-319.
- Smith, S.; Beon-Cheol C. y Vodopivec, M. (1997). "Privatization Incidence, ownership forms and firm performance: evidence from Slovenia". *Journal of Competitive Economics*, 25, pp. 158-179.
- Starr, P. (1989). "The meaning of privatization" en S.B. Kamerman and A.J. Kahn (Eds.): Privatization and welfare state. Princeton.
- Stulz, R. (1999). "Globalization, corporate finance and the cost of capital." *Journal of Applied Corporate Finance*, 12 (3), pp. 8-25.
- Sun, Q. y Tong, W. (2005). "Privatization through an overseas listing: evidence from China's H-share firms". *Financial Management*, autumn, pp. 5-30.
- Vergés, J. (2000). "Privatisations in Spain: process, policies and goals". *European Journal of Law and Economics*, 9 (3), pp. 255-280.

Vickers, J. y Yarrow, G. (1988). *Privatization. An economic analysis*. The MIT Press, Cambridge, Mass.

Villalonga, B. (2000). "Privatization and efficiency: differentiating ownership effects from political, organizational and dynamics effects". *Journal of Economic Behaviour & Organization*, 42, pp. 43-74.

Vining, A. y Boardam, A. (1992). "Ownership versus competition: efficiency in public enterprise. *Public Choice*, 73, pp. 205-239.

Wallsten, S. (2001). "An econometric analysis of telecom competition, privatization and regulation in Africa and Latin America". *The Journal of Industrial Economics*, XLIX, pp. 1-19.

Wei, Z.; Varela, O.; D'Souza, J. y Kabir, H. (2003). "The financial and operating performance of China's newly privatized firms". *Financial Management*, summer, pp. 107-126.

Yarrow, G. (1986). "Privatization in theory and practice". *Economic Policy*, 2, pp. 324-377.

Tabla 1: Clasificación sectorial, anual y según el método de privatización de la muestra

La muestra consiste en 58 empresas privatizadas en España en el periodo de tiempo 1985-2000, que se corresponden con un total de 72 procesos de privatización.

Panel A: Clasificación sectorial de la muestra		
Industria (Códigos SIC)	Número de observaciones	Porcentaje de observaciones
10	1	1,39%
14	1	1,39%
20	3	4,17%
21	1	1,39%
22	1	1,39%
26	3	4,17%
28	3	4,17%
29	3	4,17%
30	1	1,39%
32	2	2,78%
33	8	11,11%
34	4	5,55%
35	2	2,78%
36	2	2,78%
37	12	15,67%
41	1	1,39%
44	2	2,78%
47	1	1,39%
48	4	5,55%
49	8	11,11%
50	2	2,78%
54	1	1,39%
55	2	2,78%
70	1	1,39%
73	3	4,17%
Total	72	100%

Panel B: Distribución anual de la muestra		
Año	Número de observaciones	Porcentaje de observaciones
1986	6	8,33%
1987	5	6,94%
1988	2	2,78%
1989	7	9,72%
1990	3	4,17%
1991	2	2,78%
1992	5	6,94%
1993	2	2,78%
1994	4	5,55%
1995	6	8,33%
1996	2	2,78%
1997	13	18,05%
1998	5	6,94%
1999	9	12,5%
2000	1	1,39%
Total	72	100,00%

Panel C: Distribución de la muestra según el método de privatización		
Número de ofertas públicas de venta	18	25%
Número de ventas directas	54	75%
Total procesos de privatización	72	100%

Tabla 2: Variables de performance empresarial y factores explicativos

Panel A: Variables dependientes		
Variables	Descripción	Relación esperada
<i>Rentabilidad</i>		
Rentabilidad económica (RE)	Beneficio de explotación /activo total	$RE_D > RE_A$
Rentabilidad financiera (RF)	Resultado del ejercicio /fondos propios	$RF_D > RF_A$
Margen sobre ventas (MARGEN)	Beneficio de explotación/ ventas	$MARGEN_D > MARGEN_A$
<i>Eficiencia empresarial</i>		
VTAS/EMP	Ventas reales / número de empleados	$VTAS/EMP_D > VTAS/EMP_A$
RTDO/EMP	Resultado del ejercicio/ número de empleados	$RTDO/EMP_D > RTDO/EMP_A$
BE/EMP	Beneficio de explotación/ número de empleados	$BE/EMP_D > BE/EMP_A$
VA/EMP	Valor añadido / número de empleados	$VA/EMP_D > VA/EMP_A$
<i>Ventas</i>		
Ventas reales (VTAS)	Ventas nominales/ IPC	$VTAS_D > VTAS_A$
<i>Inversión (INV)</i>	Incremento de activo fijo	$INV_D > INV_A$
<i>Endeudamiento</i>		
Endeudamiento total (END)	Fondos ajenos / pasivo total	$END_D < END_A$
Endeudamiento LP (ENDLP)	Fondos ajenos a largo plazo / pasivo total	$ENDLP_D < ENDLP_A$
<i>Empleo (EMPLEO)</i>	Número de empleados	$EMP_D < EMP_A$
Panel B: Variables explicativas y de control		
<i>Variables explicativas</i>		
SECTOR	Variable dicotómica que toma valor 1 si se trata de un sector regulado y 0 en caso contrario	-
CONCENT	Variable dicotómica que toma valor 1 si el grado de concentración del sector aumenta tras la privatización y 0 en caso contrario	-
TGOB	Variable dicotómica que toma valor 1 si la privatización tuvo lugar bajo el mandato de un gobierno conservador y 0 en caso contrario	+
METODO	Variable dicotómica que toma valor 1 si la privatización tuvo lugar por medio de OPV y 0 en caso contrario	+
PRETEN	Porcentaje que conserva el Estado en el capital de la empresa tras la privatización	-
ACCION	Variable dicotómica que toma valor 1 si el Estado dispone de una acción de oro sobre la empresa y 0 en caso contrario	-
PARTINT	Variable dicotómica que toma valor 1 si los directivos y/o empleados participan en el capital de la empresa tras la privatización y 0 en caso contrario	-
INVEXT	Variable dicotómica que toma valor 1 si un inversor extranjero participa en el capital de la empresa tras la privatización y 0 en caso contrario	+
RTDOS PRE	Media del resultado neto de la empresa en los tres años anteriores a la privatización	-
<i>Variables de control</i>		
LVTAS	Logaritmo natural del volumen de ventas	
CICLO	Variación del PIB en el año de la privatización	

Los subíndices A y D denotan antes y después de la privatización.

Tabla 3: Estadísticos descriptivos en el primer tramo de privatización

La muestra se compone de 58 empresas privatizadas en España en el periodo de tiempo 1985-2000. DVTAS/EMP indica la diferencia o cambio en el volumen de ventas reales respecto al nivel de empleados. DVA/EMP indica la diferencia o cambio en el valor añadido respecto al nivel de empleados. DVTAS indica la diferencia o cambio en el volumen de ventas. DINV indica la diferencia o cambio en el nivel de inversión. DEND LP indica la diferencia o cambio en el nivel de endeudamiento a largo plazo. SECTOR hace referencia a si la empresas pertenece a un sector regulado o no regulado. CONCENT indica si el grado de concentración del sector aumenta tras la privatización. TGOB es el tipo de gobierno existente en España en el momento de la privatización. METODO es el método de privatización empleado. PRETEN indica el porcentaje que conserva el Estado en el capital de la empresa tras la privatización. PARTINT indica si tras la privatización los directivos anteriores y/o empleados participan en el capital de la empresa. INVEXT indica si el adquirente tras la privatización es nacional o extranjero. RTDOS PRE es la media del resultado de la empresa en los tres años anteriores a la privatización. LVTAS es el logaritmo natural del volumen de ventas de la empresa en el año de la privatización. CICLO indica la variación del PIB en el año de la privatización.

VARIABLES	Media	Mediana	Máximo	Mínimo	Desv. típica
<i>Variables dependientes</i>					
DVTAS/EMP n: 47	0,003	-0,001	0,120	-0,073	0,033
DVA/EMP n: 22	-0,009	-0,001	0,073	-0,208	0,053
DVTAS n:54	38,816	1,148	680,346	-208,333	134,942
DEND LP n:40	0,313	-1,160	26,672	-30,139	13,978
<i>Variables explicativas</i>					
PRETEN n:56	12,681	0	70	0	21,846
RTDOS PRE n:55	24,256	-0,252	653,564	-217,438	107,658
<i>Variables de control</i>					
VTAS n:55	661,286	48,797	10460,958	0,439	1763,129
CICLO n:57	3,922	4,419	7,624	-0,045	1,935
<i>Otras variables explicativas y de control</i>		<i>Porcentaje/(número) o observaciones</i>			
SECTOR		25,56% (14)			
CONCENT		51,02% (25)			
TGOB		38,60% (22)			
METODO		17,54% (10)			
PARTINT		17,54% (10)			
INVEXT		36,36% (20)			

Tabla 4: Matriz de correlaciones bivariadas para las variables dependientes y explicativas en el primer tramo de privatización

La muestra se compone de 58 empresas privatizadas en España en el periodo de tiempo 1985-2000. DVTAS/EMP indica la diferencia o cambio en el volumen de ventas reales respecto al nivel de empleados. DVA/EMP indica la diferencia o cambio en el valor añadido respecto al nivel de empleados. DVTAS indica la diferencia o cambio en el volumen de ventas. DINV indica la diferencia o cambio en el nivel de inversión. DEND LP indica la diferencia o cambio en el nivel de endeudamiento a largo plazo. SECTOR hace referencia a si la empresas pertenece a un sector regulado o no regulado. CONCENT indica si el grado de concentración del sector aumenta tras la privatización. TGOB es el tipo de gobierno existente en España en el momento de la privatización. METODO es el método de privatización empleado. PRETEN indica el porcentaje que conserva el Estado en el capital de la empresa tras la privatización. PARTINT indica si tras la privatización los directivos anteriores y/o empleados participan en el capital de la empresa. INVEXT indica si el adquirente tras la privatización es nacional o extranjero. RTDOS PRE es la media del resultado de la empresa en los tres años anteriores a la privatización. LVTAS es el logaritmo natural del volumen de ventas de la empresa en el año de la privatización. CICLO indica la variación del PIB en el año de la privatización.

Variables	DVTAS/EMP	DVA/EMP	DVTAS	DEND LP	SECTOR	CONCENT	TGOB	METODO	PRETEN	PARTINT	INVEXT	RTDOS PRE	LVTAS
DVA/EMP	0,185 (0,419)												
DVTAS	-0,000 (0,998)	-0,001 (0,993)											
DEND LP	0,268 (0,239)	-0,249 (0,276)	0,029 (0,899)										
SECTOR	-0,089 (0,700)	0,241 (0,292)	0,188 (0,412)	-0,059 (0,797)									
CONCENT	0,303 (0,206)	0,201 (0,408)	-0,214 (0,379)	-0,138 (0,570)	0,083 (0,569)								
TGOB	0,283 (0,212)	0,196 (0,393)	-0,135 (0,557)	-0,002 (0,989)	-0,033 (0,803)	-0,141 (0,330)							
METODO	-0,117 (0,612)	-0,135 (0,559)	0,618*** (0,002)	-0,062 (0,788)	0,486*** (0,000)	-0,009 (0,951)	-0,176 (0,189)						
PRETEN	-0,165 (0,473)	-0,043 (0,852)	0,234 (0,307)	-0,244 (0,288)	0,216 (0,108)	-0,049 (0,740)	-0,150 (0,268)	0,424*** (0,001)					
PARTINT	-0,166 (0,471)	-0,103 (0,656)	0,028 (0,901)	-0,089 (0,701)	0,2726** (0,040)	0,211 (0,143)	0,108 (0,423)	0,514*** (0,000)	0,261* (0,051)				
INVEXT	-0,259 (0,268)	-0,207 (0,379)	0,458** (0,042)	-0,244 (0,298)	-0,03 (0,809)	0,164 (0,269)	-0,077 (0,576)	0,074 (0,589)	0,193 (0,161)	0,133 (0,330)			
RTDOS PRE	-0,147 (0,523)	-0,107 (0,643)	0,804*** (0,000)	0,028 (0,903)	0,464*** (0,000)	0,199 (0,179)	-0,043 (0,751)	0,479*** (0,000)	0,195 (0,156)	0,543*** (0,000)	0,174 (0,215)		
LVTAS	0,194 (0,397)	-0,333 (0,886)	-0,077 (0,738)	0,018 (0,936)	0,045 (0,741)	-0,064 (0,665)	-0,019 (0,886)	0,113 (0,407)	0,103 (0,268)	0,169 (0,217)	-0,021 (0,876)	0,063 (0,651)	
CICLO	0,316 (0,162)	0,200 (0,382)	0,001 (0,996)	0,002 (0,991)	0,030 (0,802)	-0,112 (0,439)	0,223* (0,094)	0,113 (0,399)	-0,085 (0,530)	-0,006 (0,964)	0,113 (0,407)	-0,079 (0,562)	0,231* (0,089)

Los p valores se indican entre paréntesis

* Significativo estadísticamente al 10%

**Significativo estadísticamente al 5%

***Significativo estadísticamente al 1

Tabla 5: Resultados de diferencias de medias y medianas corregidas por datos sectoriales (-3+3)

Variable	Pre- privatización		Post- privatización		Diferencia		Z	
	Media	Mediana	Media	Mediana	Medias	Medianas	t-student	Wilcoxon
RENTABILIDAD								
RE -3+3 (1T) N=39	-3,533	-1,070	-3,016	-2,102	0,517	-1,032	0,344	-1,005
RE -3+3 (2T) N=39	-3,533	-1,070	-1,611	-0,376	1,922	0,694	1,329	-1,270
RF -3+3 (1T) N=39	-21,421	0,855	3,667	4,845	25,088	3,990	0,478	-0,391
RF -3+3 (2T) N=39	8,847	1,485	-3,678	2,911	-12,525	1,426	-1,161	-1,312
MARGEN -3+3 (1T) N=36	-4,547	-3,524	-0,648	-0,798	3,899	2,726	1,752 *	-1,995 **
MARGEN -3+3 (2T) N=37	-5,729	-3,938	-4,228	-1,349	1,501	2,589	0,834	-0,696
EFICIENCIA								
VTAS/EMP -3+3 (1T) N=47	0,002	-0,006	2,090-04	-0,004	-0,002	0,002	-0,259	-0,529
VTAS/EMP -3+3 (2T) N=47	-0,007	-0,007	-0,024	-0,012	-0,017	-0,005	-1,225	-1,852 *
RTDO/EMP-3+3 (1T) N=38	-0,003	-1,477-04	0,003	6,269-04	0,006	7,746-04	1,698 *	-1,791 *
RTDO/EMP-3+3 (2T) N=39	-0,004	-6,248-04	-0,002	-0,006	0,002	-0,005	0,199	-0,112
BE/EMP -3+3 (1T) N=37	-0,005	-0,001	0,011	-0,002	0,016	-0,001	1,723 *	-1,003
BE/EMP -3+3 (2T) N=37	-0,005	-0,001	-0,262	-0,006	-0,257	-0,005	-0,964	-0,551
VA/EMP -3+3 (1T) N=22	0,040	0,017	0,031	0,023	-0,009	0,006	-0,830	-0,243
VA/EMP -3+3 (2T) N=22	0,040	0,017	0,023	0,022	-0,017	0,005	-1,842 *	-1,1477
VENTAS								
VTAS -3+3 (1T) N=54	54,978	0,650	64,434	2,336	9,456	1,686	0,428	-1,038
VTAS -3+3 (2T) N=53	44,143	0,580	59,041	2,248	14,898	1,668	0,618	-0,766
INVERSION								
INV -3+3 (1T) N=30	2,772	-2,157	8,176	7,223	5,404	9,380	0,887	-1,224
INV -3+3 (2T) N=30	3,239	-1,227	6,539	6,727	3,300	7,954	0,590	-0,915
ENDEUDAMIENTO								
END -3+3 (1T) N= 41	9,619	2,305	7,452	-0,857	-2,167	-3,162	-0,483	-0,665
END -3+3 (2T) N= 40	9,084	1,786	7,193	-1,106	-1,891	-2,892	-0,412	-0,659
ENDLP -3+3 (1T) N=36	-5,633	-5,640	-3,727	-5,380	1,906	0,260	0,837	-0,424
ENDLP -3+3 (2T) N=36	-5,633	-5,640	-4,139	-5,380	1,494	0,260	0,646	-0,330
EMPLEO								
EMPLEO -3+3 (1T) N=51	1417,355	42,505	1887,5 55	109,010	476,200	66,505	1,440	-0,291
EMPLEO -3+3 (2T) N= 51	1417,355	42,505	2626,320	109,010	1208,965	66,505	1,956 *	-1,322

* Significativo estadísticamente al 10% **Significativo estadísticamente al 5% ***Significativo estadísticamente al 1%

1T denota el primer tramo de privatización
2T denota el último tramo de privatización

Tabla 6: Determinantes de la mejora en la performance empresarial (1T) -3+3

DVTAS/EMP indica la diferencia o cambio en el volumen de ventas respecto al nivel de empleados. DVA/EMP indica la diferencia o cambio en el valor añadido respecto al nivel de empleados. DVTAS indica la diferencia o cambio en el nivel de ventas. DENDLP indica la diferencia o cambio en el endeudamiento a largo plazo. SECTOR indica si la empresa pertenece a un sector regulado o no. CONCENT indica si el grado de concentración del sector aumenta o no tras la privatización. TGOB indica el tipo de gobierno en el momento de la privatización. METODO es el método de privatización empleado. PRETEN indica el porcentaje que retiene el Estado en el capital. PARTINT indica si el adquirente de la empresa tras la privatización es un empleado y/o un directivo. INVEXT indica si el adquirente tras la privatización es nacional o extranjero. RTDOS PRE es la media del resultado de la empresa en los tres años anteriores a la privatización. LVTAS indica el tamaño de la empresa en el momento de la privatización. CICLO es el incremento en el PIB en el año de la privatización.

Variable	Reg. 1 (DVTAS/EMP)	Reg. 2 (DVA/EMP)	Reg. 3 (DVTAS)	Reg. 4 (DENDLP)
Constante	0,005 (0,762)	-0,009 (0,736)	99,943 (0,123)	9,779 (0,243)
SECTOR	-0,049*** (0,001)	-0,057** (0,020)	93,044** (0,046)	-0,683 (0,908)
CONCENT	-0,018* (0,077)	-0,030** (0,032)	13,823 (0,646)	-1,457 (0,741)
TGOB	0,002 (0,819)	0,050*** (0,003)	24,429 (0,382)	-3,917 (0,466)
METODO	-0,019 (0,313)	0,122** (0,016)	-56,016 (0,423)	-11,170 (0,167)
PRETEN	-2,477-03 (0,314)	-5,02-04 (0,117)	1,899* (0,077)	-0,056 (0,590)
PARTINT	-0,005 (0,711)	-0,009 (0,661)	28,754 (0,485)	-1,433 (0,830)
INVEXT	-0,012 (0,218)	0,012 (0,384)	80,855** (0,038)	5,985 (0,173)
RTDOS PRE	-8,32-05 (0,339)	-9,203-04*** (0,000)	0,042 (0,641)	0,144*** (0,001)
LVTAS	0,001 (0,663)	0,007** (0,041)	15,345* (0,034)	-2,212** (0,043)
CICLO	-0,002 (0,922)	-0,008 (0,195)	-15,972 (0,196)	1,170 (0,385)
F	2,78**	17,65***	2,04**	2,93**
R ²	0,506	0,904	0,505	0,594
N	39	20	41	31

* Significativo estadísticamente al 10% **Significativo estadísticamente al 5% ***Significativo estadísticamente al 1%

1T denota el primer tramo de privatización

Tabla 7: Determinantes de la mejora en la performance empresarial (2T) -3+3

DVTAS/EMP indica la diferencia o cambio en el volumen de ventas respecto al nivel de empleados. DVA/EMP indica la diferencia o cambio en el valor añadido respecto al nivel de empleados. DVTAS indica la diferencia o cambio en el nivel de ventas. DENDLP indica la diferencia o cambio en el endeudamiento a largo plazo. SECTOR indica si la empresa pertenece a un sector regulado o no. CONCENT indica si el grado de concentración del sector aumenta o no tras la privatización. TGOB indica el tipo de gobierno en el momento de la privatización. METODO es el método de privatización empleado. PRETEN indica el porcentaje que retiene el Estado en el capital. PARTINT indica si el adquirente de la empresa tras la privatización es un empleado y/o un directivo. INVEXT indica si el adquirente tras la privatización es nacional o extranjero. RTDOS PRE es la media del resultado de la empresa en los tres años anteriores a la privatización. LVTAS indica el tamaño de la empresa en el momento de la privatización. CICLO es el incremento en el PIB en el año de la privatización.

Variable	Reg. 1 (DVTAS/EMP)	Reg. 2 (DVA/EMP)	Reg. 3 (DVTAS)	Reg. 4 (DENDLP)
Constante	-0,005 (0,895)	-0,069** (0,016)	-122,720** (0,045)	-3,800 (0,591)
SECTOR	-0,034 (0,536)	-0,048* (0,068)	103,262* (0,081)	3,348 (0,535)
CONCENT	-0,044 (0,332)	-0,020 (0,197)	50,131* (0,095)	-2,771 (0,474)
TGOB	0,033 (0,455)	0,067** (0,011)	34,808 (0,236)	2,801 (0,573)
METODO	0,009 (0,824)	0,120** (0,034)	24,861 (0,718)	-6,112 (0,496)
PRETEN	-6,32-04 (0,541)	-4,47-04 (0,356)	-4,997** (0,041)	-1,296*** (0,004)
ACCION	-0,385*** (0,001)	-0,050 (0,756)	(1)	-0,946 (0,941)
PAR INT	-0,032 (0,288)	-0,004 (0,843)	97,197 (0,104)	4,578 (0,653)
INVEXT	-0,038 (0,242)	-0,007 (0,677)	64,005** (0,122)	-9,168** (0,044)
RTDO PRE	-6,76-04* (0,052)	-8,34-04*** (0,010)	-0,954 (0,176)	0,130*** (0,006)
LVTAS	0,004 (0,380)	0,008* (0,057)	16,871** (0,018)	-2,616** (0,019)
CICLO	0,003 (0,612)	0,001** (0,035)	-2,019 (0,816)	2,922** (0,028)
F	6,84***	7,58***	1,57	6,45***
R ²	0,529	0,922	0,531	0,771
N	39	19	40	33

(1) Esta variable desaparece en la regresión puesto que todas las empresas que disponen de una acción de oro son aquellas que desaparecen al eliminar datos extremos de la variable dependiente

* Significativo estadísticamente al 10% **Significativo estadísticamente al 5% ***Significativo estadísticamente al 1%
2T denota el último tramo de privatización