

Laura Cabeza García*

Un estudio del gobierno de las empresas españolas privatizadas¹.

1. INTRODUCCIÓN

Desde mediados de los años ochenta los procesos de privatización de las empresas públicas constituyen un importante fenómeno económico en todo el mundo. España no ha sido una excepción dentro de este movimiento de privatización de las empresas públicas. Al contrario, en nuestro país han sido privatizadas un total de 134 empresas en el periodo de tiempo 1985-2005. Las empresas públicas se caracterizan por la existencia de un doble nivel de agencia, por múltiples objetivos (a veces incluso incompatibles), cambiantes y ambiguos, por una menor rigidez de la financiación propia y ajena, o por la ausencia de control por parte del mercado de productos, del mercado de capitales y del mercado de control corporativo. Por ello, con la privatización se podrían eliminar las carencias y conflictos de agencia que las empresas públicas presentan, permitiendo en mayor medida la alineación de intereses entre los distintos participantes o stakeholders, lo que en último caso permitiría lograr el objetivo empresarial de maximizar el valor de la empresa.

La mejora en la eficiencia empresarial, y de la economía en general, es uno de los argumentos más frecuentemente esgrimidos como razón de ser de las privatizaciones, tal y como corroboran diversos estudios empíricos (Megginson *et al.*, 1994; Boubakri *et al.*, 2004; Brown *et al.*, 2006). Sin embargo, factores adicionales al cambio de propiedad pueden influir también en esa mejora, como por ejemplo, el entorno económico o competitivo (Harper, 2002), la reestructuración de la empresa antes del cambio de propiedad (Dewenter y Malatesta, 2001), o el gobierno corporativo (Boubakri *et al.*, 2004). En el caso de las empresas privati-

zadas el gobierno corporativo puede jugar un papel importante, pues éstas tienen que cambiar casi por completo su funcionamiento para cumplir el objetivo económico de maximización del beneficio empresarial y de mejorar su eficiencia. Algunos autores han tratado de estudiar la relación entre la estructura de gobierno corporativo de las empresas privatizadas y su performance tras la privatización. Boubkari y Cosset (1998) o Boubkari *et al.* (2005) sugieren un vínculo entre los cambios en la estructura de propiedad de las empresas privatizadas y su rendimiento empresarial, mientras Frydman *et al.* (1999) y Earle y Teledge (2002) encuentran que las empresas privatizadas que son adquiridas por un comprador externo muestran una mejor performance que las adquiridas por internos. Por su parte, Qi *et al.* (2000) muestran una mayor mejora en la performance tras la privatización en las empresas dominadas por inversores institucionales y en las que el Estado ha perdido el control.

En el caso de las empresas privatizadas el gobierno corporativo puede jugar un papel importante, pues éstas tienen que cambiar casi por completo su funcionamiento para cumplir el objetivo económico de maximización del beneficio empresarial y de mejorar su eficiencia

Los métodos de privatización más utilizados en los países occidentales han sido la venta directa y la oferta pública de acciones (OPV). En España, la venta directa ha sido el método más empleado, aunque las empresas de mayor tamaño e importancia dentro del funcionamiento de la eco-

* Universidad de León

1.- Este trabajo ha sido realizado gracias a la financiación de la Beca de Formación de Personal Investigador concedida a la autora por el Principado de Asturias (FCYT) y a la Ayuda a la Investigación concedida por la Fundación de Estudios Financieros (FEF).

nomía nacional han sido privatizadas por medio de ofertas públicas de venta. Así, a comienzos del año 2006, las empresas privatizadas por medio de OPV, representaban aproximadamente el 43 por ciento de la capitalización total del IGBM, y el 49 por ciento de la capitalización del Índice IBEX 35.

Nuestro trabajo analiza posibles diferencias en la estructura de gobierno corporativo entre las empresas cotizadas españolas en función de su origen, privatizadas o no. Para ello, realizamos un estudio comparativo, entre las empresas españolas privatizadas por medio de oferta pública de venta en el periodo 1985-2003 y una muestra de empresas cotizadas no privatizadas para el ejercicio económico 2003. Los estudios empíricos previos sobre privatizaciones en España, o bien comparan el funcionamiento de empresas públicas versus empresas privadas (Cuervo, 1989; Argimon *et al.*, 1999), o bien comparan el funcionamiento de las empresas o su comportamiento innovador antes y después de su privatización (Melle, 1999; Villalonga, 2000; Romero, 2005), pero no se han estudiado, ni comparado, post-privatización sus estructuras de gobierno corporativo con las de otras empresas cotizadas. A nivel internacional también son escasos los estudios que analizan estos aspectos. Por ello, tratamos de contribuir a la literatura existente sobre privatizaciones y gobierno corporativo, con el objetivo de ver si el carácter anteriormente público de las empresas puede influir en que existan diferencias en el gobierno entre las empresas privatizadas y el resto de empresas privadas.

Los resultados del estudio muestran que con carácter general no existen diferencias entre las dos muestras en la concentración accionarial, en el consejo de administración, y en los derechos de los accionistas, aunque sí hay una menor participación de los consejeros ejecutivos y de las familias en el capital de las sociedades privatizadas. Aunque se podría esperar una mayor participación en el capital de los internos en el caso de las empresas privatizadas, pues su vinculación a la propiedad les haría presentar menor resistencia al proceso privatizador, en las privatizaciones mediante OPVs en España se ha tratado de crear núcleos duros, no de carácter familiar, lo que determina que la concentración accionarial de estas sociedades sea similar a la de las sociedades cotizadas no privatizadas, así como que la participación de los grupos familiares en las empresas no privatizadas sea superior. Las empresas privatizadas parecen además seguir en mayor medida las recomendaciones de Buen Gobierno transmitiendo así una imagen de cambio y transparencia a los inversores. Esto explicaría el mayor número de comisiones del consejo de administración y la mayor transparencia informativa a través de sus páginas web y de los documentos con información sobre el gobierno de las mismas.

El trabajo se ha estructurado como sigue: en la sección 2 se analiza la relación entre los procesos de privatización y el gobierno corporativo, y se enuncian las hipótesis a contrastar. La sección 3 presenta la base de datos, las variables y la metodología empleada en el estudio. La sección 4 analiza los resultados del estudio y, finalmente en la sección 5 se establecen las principales conclusiones del trabajo.

2. PRIVATIZACIÓN Y GOBIERNO CORPORATIVO

El principal objetivo del estudio del gobierno de la empresa es alinear los intereses de los directivos con los accionistas, y crear las condiciones necesarias para que quienes financian los activos de la empresa, encuentren suficiente seguridad y protección *ex ante* para poder estar dispuestos a participar en esa financiación (Shleifer y Vishny, 1997). Algunos autores indican que los procesos de privatización son una posible justificación a la importancia suscitada en torno el gobierno corporativo en las dos últimas décadas (Megginson *et al.*, 1994; Becht *et al.*, 2002). La privatización supone un escenario interesante para abordar el estudio del gobierno corporativo, al conllevar un cambio drástico en la estructura de propiedad de las empresas, y permitir ver como los mecanismos de control interactúan (Denis y McConell, 2003). El proceso de reforma de una empresa incluye no sólo su privatización, la liberalización, el aumento de la competencia, y la desvinculación con el Estado, sino también la introducción de nuevas prácticas de gobierno en la empresa (Estrin, 2002). Así, aunque la privatización transfiere la propiedad a inversores externos, que ponen un mayor énfasis en el beneficio empresarial y en la eficiencia (Boycko *et al.*, 1996; Sheilfer y Vishny, 1997), otros factores como el porcentaje que retenga el Estado en el capital de las empresas tras la privatización (Megginson *et al.*, 1994; Wei *et al.*, 2003), y el gobierno corporativo (Megginson *et al.*, 1994; Shleifer y Vishny, 1997; Boubakri *et al.*, 2004) pueden influir en el éxito de los procesos de privatización.

El proceso de reforma de una empresa incluye no sólo su privatización, la liberalización, el aumento de la competencia, y la desvinculación con el Estado, sino también la introducción de nuevas prácticas de gobierno en la empresa
(Estrin, 2002)

La estructura de propiedad es un factor determinante de las decisiones y actuaciones empresariales. En el caso de las grandes empresas, y según la perspectiva de la teoría de la agencia², existe una estructura contractual caracterizada por

la separación de propiedad y control, provocando que los responsables de la toma de decisiones no sufran las consecuencias económicas de las mismas, por lo que pueden no tener incentivos a maximizar el valor de la empresa. Esta desviación de intereses entre propietarios y directivos hace necesario la existencia de una serie de mecanismos alienadores y supervisores de la actuación directiva que disminuyan los posibles costes de agencia. Es necesario tener en cuenta que en el caso de las empresas privatizadas los mecanismos de control³, pueden jugar un papel más importante que en las empresas privadas, pues las anteriormente empresas públicas tienen que cambiar casi por completo su funcionamiento para cumplir el objetivo económico de maximización del beneficio empresarial, y mejorar su eficiencia. Las empresas públicas pueden tener mayores conflictos de agencia, lo que disminuirá su rendimiento o "*performance*". Entre los mecanismos de control se encuentra la estructura de propiedad (participación accionarial de los internos y el grado de concentración de la empresa), y los órganos de gobierno, especialmente, el consejo de administración.

A priori si se considera que la estructura de la propiedad puede estar influenciada por factores como el tamaño empresarial, la regulación del sector de actividad o el riesgo económico (Demsetz y Lehn, 1985), tras la privatización la estructura de propiedad de las empresas privatizadas no debería diferir significativamente de la del resto de las empresas privadas que operan en su mismo entorno y tengan un similar tamaño. Quizás la única diferencia podría ser la ausencia de grupos familiares como accionistas significativos. Pero, por otro lado, sin embargo, las empresas privatizadas como consecuencia de sus características del pasado o del propio proceso privatizador si pueden presentar una estructura de propiedad diferente. Así, un problema al que se enfrentan las empresas privatizadas es la resistencia de los internos (directivos) al cambio de titularidad por miedo a perder su puesto de trabajo o a cualquier cambio dentro de la empresa. Por ello, una manera de lograr su aprobación y vinculación al proceso de privatización, es vincular su riqueza a la marcha de la empresa.

Adicionalmente, entre los objetivos que han perseguido los procesos de privatización se incluyen los motivos políticos (Cuervo, 1995). 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 grandes accionistas, creando lo que ha venido a llamarse los núcleos duros y evitar así perder el "control nacional"⁴ de las empresas privatizadas y, por otra parte, aumentar la participación de los accionistas minoritarios, fomentando de esta manera el llamado "capitalismo popular". Los resultados de

Boubakri *et al.* (2004) apoyan esta idea al encontrar que la disminución de la participación en el capital del Estado es compensada por un aumento de la participación en el capital de instituciones e inversores nacionales, concentrándose la propiedad a lo largo del tiempo.

Considerando estos argumentos referidos al deseo de superar la resistencia de los internos al proceso privatizador y al objetivo del Estado de crear el "capitalismo popular", sería de esperar que las empresas privatizadas tengan una mayor participación en el capital de los internos y una estructura de propiedad más dispersa. Sin embargo, también se puede considerar que las empresas privatizadas tengan una mayor concentración de la propiedad si las privatizaciones persiguen la creación de núcleos duros. No obstante, considerando los primeros argumentos planteados, proponemos como primera hipótesis:

H1: La participación de los internos en el capital de la empresa y la dispersión de la propiedad será mayor en las empresas privatizadas.

Como consecuencia del cambio en la estructura de propiedad otros mecanismos internos de control de las empresas también podrían cambiar, en especial, el consejo de administración. Entre los factores que pueden influir en su capacidad de control se encuentran su tamaño (Jensen, 1983; Xie *et al.*, 2003), su composición (Weisbach, 1988; Dahya *et al.*, 2002), la separación de funciones entre presidente del consejo y el primer ejecutivo (Brickley *et al.*, 1997; Shivdasani y Yermack, 1999), la existencia de comisiones especializadas (Kose y Lemma, 1998; Klein, 2002a y b), o el número de reuniones del consejo y de las comisiones.

La estructura de propiedad y las características del consejo de administración están fuertemente correlacionadas y dependen de características de la empresa, como por ejemplo, el tamaño, el endeudamiento o las oportunidades de inversión (Denis y Sarin, 1999). Aunque sería de esperar que las características del consejo de administración de las empresas privatizadas y el resto de empresas privadas de su mismo sector y tamaño sean similares, puede no ser así, si se tiene en cuenta que el gobierno corporativo de las empresas privatizadas puede influir significativamente en el éxito de la privatización. Las empresas privatizadas para transmitir al mercado su cambio en el funcionamiento empresarial pueden tratar de mostrar estructuras de gobierno "mejores", es decir, que cumplan en mayor medida los Códigos de Buen Gobierno. Estos Códigos (Olivencia, Aldama y el Proyecto de Código Unificado en España) recomiendan tamaños de consejos no elevados, una presencia significativa de consejeros externos, la existencia de comisiones en los consejos, la separación de

cargos de presidente del consejo y máximo ejecutivo de la empresa y una adecuada frecuencia de reuniones. Teniendo en cuenta esta idea proponemos como segunda hipótesis:

H2: Las empresas privatizadas adoptarán mejores "prácticas de gobierno corporativo", teniendo un consejo de menor tamaño, un mayor porcentaje de consejeros externos, un mayor número de comisiones del consejo, una mayor probabilidad de que haya una separación de los cargos de presidente del consejo y máximo ejecutivo, y un mayor número de reuniones del consejo de administración y de las comisiones.

Además, las empresas privatizadas, dada su necesidad de capturar fondos atrayendo a nuevos inversores, será más probable que trasmitan al mercado una señal sobre su compromiso con las prácticas de Buen Gobierno y que al mismo tiempo sean más transparentes y proporcionen más información que el resto de las empresas privadas.

Consecuentemente, proponemos la hipótesis 3:

H3: En las empresas privatizadas habrá un mayor nivel de transparencia informativa.

Aunque la privatización implica la eliminación de muchos de los problemas de las empresas públicas, puede ser que las empresas privatizadas en un primer momento se encuentren en "desventaja", pues, en cierto modo, pueden seguir presentando, sobre todo en los primeros años tras la privatización, algunas de las características típicas de las empresas públicas. Adicionalmente, en algunos casos, puede que no se produzca toda la mejora asociada a la privatización y/o un perfecto funcionamiento de los mecanismos de control si el Estado conserva cierta participación en el capital de la empresa tras su privatización, de modo que le permite seguir ejerciendo su control de modo total o parcial. Así, Qi *et al.* (2000) encuentran que la rentabilidad de las empresas privatizadas disminuye cuando aumenta la proporción de capital que retiene el Estado, mientras que las empresas privatizadas cuyo accionariado está dominado por inversores institucionales presentan una mayor performance.

Otra manera mediante la cuál los Estados pueden tratar de no desvincularse de la empresa privatizada es mediante la creación de grupos de inversores privados con vocación de permanencia (núcleos duros), y, sobre todo, por medio de la emisión de acciones de oro. En España, las primeras acciones de oro se establecieron en el año 1995, estando vigentes, hoy en día, en empresas como Telefónica, Endesa o Iberia⁵. Consecuentemente, de acuerdo con los argumentos expuestos, en las empresas privatizadas en las que el Estado reten-

ga una participación en el capital, o una acción de oro, podrían presentarse conflictos de agencia entre el Estado, los nuevos propietarios y el equipo directivo, conflictos que en principio podrían ser superiores a los que se presentarían en el resto de las empresas (accionistas-directivos).

Por ello, a las limitaciones en los derechos de los accionistas que pueden tener lugar en el caso de las empresas privadas, como la existencia de limitaciones en el número de votos, quórum reforzados o mayorías cualificadas, entre otros, para el caso de las empresas privatizadas es necesario considerar las limitaciones en los derechos de los accionistas que introducen las acciones de oro o legislaciones específicas como la Ley 55/1999. Dada la mayor protección ante posibles adquisiciones que presentan las empresas en las que están vigentes las acciones de oro o legislaciones específicas sectoriales antiadquisición, como la Ley 55/1999, sería de esperar que las empresas privatizadas presenten un menor nivel de otros blindajes. Consecuentemente se propone la última hipótesis: H4: Las empresas privatizadas presentarán un menor número de blindajes, especialmente aquellas que presenten acciones de oro, o están reguladas por legislaciones específicas, como la Ley 55/1999.

3. BASE DE DATOS, VARIABLES Y METODOLOGÍA

3.1. BASE DE DATOS

La base de datos del estudio está compuesta por el conjunto de empresas españolas que forman parte del Índice General de la Bolsa de Madrid (IGBM) y fueron privatizadas por medio de una oferta pública de venta en el periodo 1985-2003. La muestra finalmente utilizada asciende a un total de 9 empresas que representan el 56 por ciento del total de empresas privatizadas por medio de OPV. Para cada una de las empresas privatizadas se eligió una empresa de control perteneciente al mismo sector, de acuerdo con la clasificación que realizó la Bolsa de Madrid para ese año, y con la capitalización bursátil más similar a fecha 31 de diciembre del año 2002 (dado que el análisis a realizar será con datos del ejercicio 2003)⁶. La Tabla 1 refleja las empresas de la muestra y el sector del Índice General de la Bolsa de Madrid al que pertenecen. Teniendo en cuenta que este emparejamiento de empresas, dado el pequeño tamaño de nuestra muestra, puede conducir a algún tipo de sesgo hemos construido adicionalmente otra muestra de control compuesta por todas las empresas que pertenecen al mismo sector que las empresas privatizadas. Utilizando esta muestra de control alternativa hemos repetido todas las estimaciones y encontramos que los resultados no varían significativamente. Por ello, en el resto del artículo se muestran los resultados relativos a la primera muestra de control considerada.

Composición de la muestra

Empresas privatizadas	Sector del IGBM ⁽¹⁾
Amper	Comunicaciones y sv. información
Aldeasa	Bienes de consumo
Ence	Bienes de inversión e intermedios
Endesa	Energía
Gas natural	Energía
Iberia	Transporte y distribución
Indra	Comunicaciones y sv. información
REE	Energía
Telefónica	Comunicaciones y sv. información

(1) Sector de actividad al que pertenecían las empresas a 31-12-2002.

Tabla 1

Fuente: Elaboración propia.

La información relativa a las empresas objeto de privatización se ha obtenido de la SEPI y de los informes del Consejo Consultivo de Privatizaciones. Tanto para la muestra de empresas privatizadas, como para la muestra de control, se obtuvo información sobre la estructura de propiedad, las características del consejo de administración y los derechos de los accionistas, a partir de los informes anuales, de los informes anuales de gobierno corporativo de las empresas del ejercicio económico 2003 y de los estatutos de las empresas. En algunas ocasiones las propias empresas nos facilitaron directamente información. Para el análisis de la transparencia se han utilizado los informes anuales, los informes anuales de gobierno corporativo, así como las páginas webs de las empresas.

3.2. VARIABLES EMPLEADAS Y METODOLOGÍA

Las variables relativas a la estructura de propiedad se refieren a la participación de los miembros del consejo en el capital de empresa (PARTCA) y, también a la participación en el capital de los consejeros ejecutivos y de los consejeros que pertenecen a la misma familia (PARTEJEC, PARTFAM). También se ha tenido en cuenta la participación del primer gran accionista en el capital de la empresa (1GRAN), así como la participación accionarial de los tres y cinco principales accionistas (3GRAN, 5GRAN).

En lo que se refiere al consejo de administración se ha definido una variable relativa al número de consejeros (TAMCA). La composición del consejo se mide mediante el número de consejeros ejecutivos (EJEC). Se ha definido una variable relativa al número de comisiones en el consejo (COMISIONES). Respecto a los cargos del consejo, se han definido dos variables dicotómicas que toman valor uno si el presidente del consejo es al mismo tiempo el máximo ejecutivo de la empresa y

si el secretario es consejero o no, respectivamente (PRESIDENTE, SECRETARIO). Se ha definido también una variable relativa al número de reuniones del consejo de administración y de las comisiones de auditoría y nombramientos (REUNCA, REUNCAUDIT, REUNCNOMB).

En lo que se refiere a la transparencia informativa se definen variables dicotómicas relativas a la existencia o no de una página web de la sociedad (en castellano o inglés), a los documentos e informes que las sociedades cuelgan en su página web, a la información económica, a la estructura de propiedad y a los órganos de gobierno, entre otras.

Dentro de la estructura de propiedad se tiene en cuenta si la empresa da información sobre la cifra de capital, los accionistas significativos, si la empresa comunica la existencia de pactos parasociales o la existencia de blindajes, entre otros.

La información sobre la identidad de los consejeros, de su composición, de su trayectoria y su participación en el capital, o de las comisiones existentes en el consejo se han tenido en cuenta a la hora de analizar la transparencia en relación al funcionamiento del consejo de administración.

Se ha definido una variable dicotómica que toma valor uno si la empresa informa sobre operaciones vinculadas y cero en caso contrario. Sobre la junta general se analiza si la empresa proporciona información sobre el funcionamiento de la misma, convocatoria, acuerdos o cuestiones relativas con el voto. También se considera si la empresa dispone de un reglamento para el consejo de administración, un informe anual de gobierno corporativo o hace una evaluación sobre las recomendaciones de Buen Gobierno, o si la empresa tiene un informe de responsabilidad social o proporciona algún tipo de información al respecto.

Para contratar las hipótesis planteadas la metodología utilizada consiste en un análisis de estadística descriptiva para las dos sub-muestras de empresas (privatizadas y no privatizadas) y un análisis de diferencias de medias y medianas, en lo que se refiere a las características de la estructura de propiedad, al funcionamiento del consejo de administración, a los derechos de los accionistas y al nivel de transparencia informativa. Para las variables de tipo cuantitativo hemos aplicado la prueba t de igualdad de medias para muestras no relacionadas⁷ y el test no paramétrico de la U de Mann-Whitney, mientras que para las variables dicotómicas hemos utilizado el estadístico exacto de Fisher.

4. RESULTADOS

4.1. ESTRUCTURA DE PROPIEDAD

En primer lugar, en lo que se refiere a la estructura de propiedad, se analiza la participación accionarial de los miembros del consejo de administración y en particular, de los consejeros ejecutivos en el capital de las sociedades (Tabla 2). Los consejeros de las sociedades (PARTCA) poseen como media una participación accionarial de casi un 3 por ciento (en las empresas privatizadas) o de un 19 por ciento (empresas de control). Estos datos indican que la participación accionarial de los miembros del consejo de administración es menor para el caso de las empresas privatizadas, aunque no existen diferencias significativas⁸. Los consejeros ejecutivos (PARTEJEC), aquellos que desempeñan cargos directivos en la empresa, poseen como media un 0,063 por ciento en el caso de las empresas privatizadas y un 13 por ciento en las de control. Por tanto, en las empresas privatizadas hay también una menor participación en el capital de los consejeros ejecutivos. Esta diferencia es estadísticamente significativa al 5 por ciento. Por ello, rechazamos la primera parte de la hipótesis 1 que proponía una mayor participación en el capital de los internos en el caso de las empresas privatizadas. La razón de la mayor participación accionarial de los consejeros y de los consejeros ejecutivos en las empresas no privatizadas puede deberse a la mayor participación accionarial de los grupos familiares en estas empresas. Así, se observa una mayor participación estadísticamente significativa de las familias (PARTFAM) en el caso de las empresas no privatizadas.

Tal y como muestra la Tabla 2 se observa una elevada concentración accionarial en las dos submuestras, hecho que constituye una de las características de las sociedades españolas, de forma similar a como ocurre en otros países de Europa continental. La participación⁹ media del primer gran accionista (1GRAN) supera el 18 por ciento (valor mediano 12 por ciento) y el 32 por ciento (valor mediano 23 por ciento) en el caso de las empresas privatizadas y en la muestra de control, respectivamente, siendo en ambos casos la participación media de los cinco mayores accionistas (5GRAN) superior al 40 por ciento. Por tanto, aunque parece haber una mayor concentración accionarial en las empresas no privatizadas, la diferencia no es significativa, no pudiendo así confirmar la segunda parte de la hipótesis 1 que predecía una mayor dispersión en la propiedad de las empresas privatizadas.

En resumen, se observa una mayor concentración en el caso de las empresas no privatizadas, aunque no hay diferencias significativas. Si existen diferencias significativas entre ambos grupos de empresas en lo que se refiere a la participación en la propiedad del consejo en conjunto y de modo

particular de los consejeros ejecutivos y de las familias, siendo éstas mayores, en el caso de las empresas no privatizadas.

Estructura de propiedad						
Variable	Empresas privatizadas		Empresas de control		Z	
	Media	Mediana	Media	Mediana	t-Student	U Mann-Whitney
<i>Participación de los internos</i>						
PARTCA N=9 N=9	2,981	0,787	19,091	4,783	1,841	23
PARTEJEC N=9 N=9	0,063	0,007	13,289	1,065	1,618	21**
PARTFAM N=9 N=9	0,000	0,000	7,167	0,000	1,269	18**
<i>Concentración</i>						
1GRAN N=9 N=9	18,653	12,200	32,048	23,370	1,729	27
3GRAN N=9 N=9	32,399	27,360	48,296	35,490	1,596	23
5GRAN N=9 N=9	37,601	39,370	52,569	48,247	1,467	24

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

Tabla 2

4.2. FUNCIONAMIENTO DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN

En segundo lugar procedemos a analizar las características de la composición y funcionamiento del consejo de administración. Para el caso de las empresas privatizadas los consejos de administración tienen, como término medio, 13 consejeros, con un valor mediano de 12 consejeros. Estos valores son inferiores a los de las empresas de la muestra de control (15,777 y 20 consejeros, respectivamente) aunque no existen diferencias significativas (Tabla 3). Por lo que respecta al número de reuniones anuales del consejo de administración (REUNCA), éste es de 13,777 reuniones anuales para las empresas privatizadas y de 12,428 para las empresas de control. Sin embargo, el mayor número de reuniones del consejo de las empresas privatizadas no se confirma tampoco estadísticamente significativo. En cuanto a la composición de los consejos de administración, el número de consejeros ejecutivos es superior en valor medio en el caso de las empresas no privatizadas, aunque no existen diferencias significativas.

Tal y como muestra la Tabla 3, en lo que se refiere al número medio de comisiones del consejo de administración está entorno a 3,444 en el caso de las empresas privatizadas y 2,500 en las empresas de control, siendo la diferencia significativa al nivel del 10 por ciento. El número de reuniones de la comisión de auditoría y de la de nombramientos y retribuciones es superior en el caso de las empresas privatizadas.

Sin embargo, no existen diferencias entre las dos muestras en lo que se refiere al número de reuniones de las comisiones.

Otra de las variables consideradas se refiere a los cargos del consejo. Distintos códigos de Buen Gobierno se refieren a la bondad de la separación de cargos de presidente del consejo y máximo ejecutivo de las sociedades. El presidente del consejo es también el máximo ejecutivo en un 55 por ciento de las empresas privatizadas. Ese porcentaje es inferior en el caso de las empresas de la muestra de control (50 por ciento). Respecto al secretario del consejo de administración es notoria la baja proporción de sociedades en las que el secretario es consejero de la sociedad (el 22 por ciento de los casos en ambas muestras). En ninguno de los dos casos existen diferencias significativas entre ambos grupos¹⁰.

En resumen, el análisis de los resultados referidos al funcionamiento y características del consejo de administración sugiere que no existen diferencias entre las empresas privatizadas y el resto de las empresas privadas, puesto que sólo existen diferencias significativas en el número de comisiones del consejo de administración y únicamente al nivel del 10 por ciento.

Características y funcionamiento del consejo de administración

Variable	Empresas privatizadas		Empresas de control		Z	
	Media	Mediana	Media	Mediana	t-Student	U Mann-Whitney
<i>Tamaño y reuniones del consejo y comisiones</i>						
TAMCA N=9 N=9	13,444	12	15,777	20	0,971	22
REUNCA N=9 N=7	13,777	13	12,428	12	-0,521	20
COMISIONES N=9 N=9	3,444		32,500	2,700	-1,674	21*
REUNCAUDIT N=9 N=7	7,555		75,714	7	-0,931	26
REUNCNOMB N=9 N=4	6	5	4,333	4	-0,940	8,5
<i>Composición del consejo</i>						
EJEC N=9 N=9	2,555	3	33,333	3	0,974	32,5
<i>De los cargos del consejo</i>						
	%		%		Estadístico de Fisher	
PRESIDENTE N=9 N=9	55,555		50		0,052	
SECRETARIO N=9 N=9	22,222		22,222		0,000	

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

Tabla 3

4.3. TRANSPARENCIA INFORMATIVA

En lo que se refiere a la transparencia informativa se analiza la información que las empresas proporcionan a través de sus

informes anuales y documentos sobre Buen Gobierno en el ejercicio económico 2003, y la información que muestran a través de sus páginas webs a fecha de enero del año 2005, considerando en este último caso tanto la información que la empresa da directamente en su página como la que de modo indirecto aparece contenida en alguno de los documentos que aparecen colgados en la red¹¹.

Hemos calculado índices de transparencia¹² en los que se recogen diferentes tipos de información relativos a la estructura de propiedad, al consejo de administración, al tipo de operaciones desarrolladas por la sociedad, a la remuneración, a la junta general de accionistas y a otro tipo de información, como por ejemplo, información sobre blindajes, sistemas de riesgos o sobre responsabilidad social. En todos ellos el nivel de información que proporcionan las empresas privatizadas es superior al de las empresas de control, existiendo diferencias significativas sólo cuando consideramos el último índice, es decir, la información que proporcionan las empresas a través de su página web y de los documentos que aparecen en la misma¹³.

En resumen, en el análisis de transparencia no hay diferencias importantes entre las empresas privatizadas y no privatizadas. No obstante, cuando las diferencias son significativas siempre son favorables a las empresas privatizadas, empresas que en conjunto también son más transparentes, pudiendo de esta manera aceptar nuestra hipótesis número 3.

Transparencia informativa

Variable	Empresas privatizadas		Empresas de control		Z	
	Media	Mediana	Media	Mediana	t-Student	U Mann-Whitney
<i>TRANSPARENCIA DOCUMENTACION</i>						
INDICE TRANS N=9	0,830	0,815	0,769	0,815	1,699	27
<i>TRANSPARENCIA WEB</i>						
TRANS WEB1 N=9	0,705	0,739	0,637	0,586	1,411	28
TRANS WEB2 N=9	0,816	0,804	0,751	0,739	2,319**	19**

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

TRANSPARENCIA DOCUMENTACIÓN hace referencia a la información que proporcionan las empresas a través de sus informes anuales y de gobierno corporativo.

WEB 1 hace referencia a la información que las empresas proporcionan directamente en la página web y WEB 2 hace referencia a la información que las empresas proporcionan conjuntamente de modo directo en la web y de modo indirecto a través de los documentos o informes que aparecen en la misma.

Tabla 4

4.4. DERECHOS DE LOS ACCIONISTAS: BLINDAJES

Los derechos de los accionistas se pueden ver limitados por la existencia de blindajes, esto es, medidas defensivas, generalmente estatutarias. Hemos calculado un índice de blindajes¹⁴ y obtenemos que el número medio de blindajes es superior en el caso de las empresas privatizadas, aunque no existen diferencias significativas (Tabla 5). Aunque no se muestra, los blindajes más utilizados son la exigencia de un número mínimo de acciones para asistir a la junta general, las mayorías cualificadas y los quórum reforzados. En el caso de las empresas privatizadas también deben señalarse las acciones de oro y la limitación en el número máximo de votos de un mismo accionista.

Con carácter general parece haber un mayor número de blindajes en las empresas privatizadas, aunque no se verifican diferencias estadísticamente significativas, ni tampoco en los diferentes tipos de blindajes. Ello, parece indicar que las empresas privatizadas, no por tener una acción de oro, renuncian a otros tipos de blindajes societarios, en comparación con el resto de las empresas.

Número de blindajes

Variable	Empresas privatizadas		Empresas de control		Z	
	Media	Mediana	Media	Mediana	t-Student	U Mann-Whitney
BLINDAJES N=9 N=9	2,666	2	21,777	2	-1,199	27

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

Tabla 5

5. CONCLUSIONES

Los procesos de privatización han sido una característica de las reformas estructurales que en los últimos años han experimentado muchos países, incluido el nuestro. En España, la venta de las empresas públicas empezó en la segunda mitad de los años ochenta, habiendo desde entonces vivido un intenso y continuo proceso privatizador. Aunque en número de empresas el método principalmente utilizado ha sido la venta directa, las empresas de mayor tamaño e importancia, y que más ingresos han generado, han sido privatizadas por OPV.

Tanto en el caso de las empresas privadas como privatizadas, la divergencia de objetivos e intereses entre los distintos agentes de la empresa hacen necesarios una serie de mecanismos alineadores y supervisores de la actuación directiva. El gobierno de la empresa ha sido objeto de estudio en nues-

tro país, sin embargo, no se tiene constancia de ningún estudio, que realice un estudio comparativo entre empresas privatizadas y empresas no privatizadas. Los estudios existentes sobre privatizaciones comparan el funcionamiento de una misma empresa o su comportamiento innovador antes y después del cambio de propiedad (Melle, 1999; Villalonga, 2000; Romero, 2005).

En este trabajo se realiza un estudio de dos de los mecanismos de control internos, el consejo de administración y la estructura de propiedad, así como de los derechos de los accionistas y el nivel de transparencia informativa, comparando una muestra de empresas privatizadas con otra de control para el ejercicio económico 2003. Los resultados no muestran con carácter general diferencias significativas en las prácticas de gobierno entre las empresas privatizadas y no privatizadas. En lo que se refiere a la estructura de propiedad, hay una mayor participación en el capital tanto por parte de los consejeros ejecutivos como de las familias en el caso de las empresas no privatizadas. Por otro lado, el número de comisiones del consejo es superior en el caso de las empresas anteriormente públicas. No se constatan, por el contrario diferencias significativas en el tamaño del consejo, en su composición, en la separación de cargos, o en el número de blindajes.

Estos resultados sugieren una similar estructura de propiedad, salvo en lo referente a la participación de los grupos familiares, de las empresas privatizadas y no privatizadas, posiblemente como consecuencia de la política de privatizaciones llevada a cabo en España que perseguía la creación de "núcleos duros" de accionistas. En cuanto a la estructura de los consejos de administración las empresas privatizadas parecen seguir en mayor medida las recomendaciones de Buen Gobierno, aunque no se aprecian diferencias estadísticamente significativas. Por otro lado, considerando la información que las empresas proporcionan tanto a través de su página web como de los documentos o informes que aparecen en la misma las empresas privatizadas parecen tener un mayor nivel de transparencia informativa. El hecho de que las empresas privatizadas lo fueran por medio de OPVs y su anhelo de dar una buena señal al mercado con relación a su Buen Gobierno explicarían estas diferencias.

Estos resultados sugieren una similar estructura de propiedad, salvo en lo referente a la participación de los grupos familiares, de las empresas privatizadas y no privatizadas, posiblemente como consecuencia de la política de privatizaciones llevada a cabo en España que perseguía la creación de "núcleos duros" de accionistas

En conclusión, no se justifican las hipótesis de que hayan diferencias entre las empresas privatizadas y no privatizadas en el gobierno corporativo, por lo que una vez que las empresas pasan de manos públicas a manos privadas son similares y funcionan igual que el resto de empresas de su sector. Pero por el contrario, las empresas privatizadas, parecen transmitir más información al mercado sobre su compromiso con las buenas prácticas de gobierno, quizás con el objetivo de transmitir una imagen de cambio y de transparencia.

Pero por el contrario, las empresas privatizadas, parecen transmitir más información al mercado sobre su compromiso con las buenas prácticas de gobierno, quizás con el objetivo de transmitir una imagen de cambio y de transparencia

BIBLIOGRAFÍA

- Alchian, A. y Demsetz, H. (1972). "Production, information costs and economic organization". *American Economic Review*, 62, pp. 777-795.
- Argimon, I.; Artola, C. y González-Páramo, J. (1999). "Empresa pública y privada: titularidad y eficiencia relativa". *Moneda y Crédito*, 209, pp. 45-93.
- Bencht, M; Polton, P. y Röel, A. (2002). "Corporate governance and control", en Constantinidis, Harris and Stulz (eds.): *Handbook of Economics and Finance*. North Holland, Amsterdam.
- 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. (1996). "A theory of privatization". *The Economic Journal*, 106 (1), pp. 327-377.
- Brickley, J.; Coles, J. y Jarrell, G. (1997). "Leadership structure: separating the CEO and chairman of the board". *Journal of Corporate Finance*, 3, pp. 189-220.
- 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.
- Coase, R. (1937). "The nature of the firm". *Economica*, 4, pp. 386-405.
- Cuervo, A. (1989). "Situación económica y financiera de la empresa, evolución y perspectiva", en JL García Delgado (eds): *España, Economía*. Espasa-Calpe; Madrid, pp. 601-635.
- Cuervo, A. (1995). "Proceso de privatización de empresas públicas españolas". *Economistas*, 63, pp. 6-13.
- Dahya, J.; Pinkowitz, R. y Willianson, R. (2002). "The Cadbury committee, corporate performance and top management turnover". *The Journal of Finance*, 57, pp. 461-483
- Demsetz, H. y Lehn, K. (1985). "The structure of corporate ownership: causes and consequences". *Journal of Political Economy*, 93, pp. 1155-1177.
- Denis, D. y McConnell, J. (2003). "International corporate governance". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38, pp. 1-36.
- Denis, J.D. y Sarin, A. (1999). "Ownership and board structures in publicly traded companies". *Journal of Financial Economics*, 52, pp. 187-223.
- 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.
- Earle, J. y Telegdy, A. (2002). "Privatization methods and productivity effects in Romanian industrial enterprises". *Journal of Comparative Economics*, 30 (4), pp. 657-682.
- Estrin, S. (2002). "Competition and corporate governance in transition". *Journal of Economics Perspectives*, 16 (1), pp. 101-124.
- Fama, E. y Jensen, M. (1983). "Separation of ownership and control". *Journal of Law and Economics*, 26, pp. 301-325.
- 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.
- Harper, J. (2002). "The performance of privatized firms in the Czech Republic". *Journal of Banking and Finance*, 26, pp. 621-649.
- Jensen, M. (1983). "Organization Theory and Methodology". *The Accounting Review*, 58, pp. 319-339.
- Jensen, M. y Meckling, W. (1976). "Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure". *Journal of Financial Economics*, 3, pp. 305-360.
- Klein, A. (2002a). "Audit committee, board of director characteristic and earnings management". *Journal of Accounting and Economics*, 33 (3), pp. 375-400.
- Klein, A. (2002b). "Economic determinants behind variations in audit committee independence". *The Accounting Review*, 77, pp. 435-452.
- Kose, J. y Lemma, W. (1998). "Corporate governance and board effectiveness". *Journal of Banking and Finance*, 22, pp. 371-403.
- Maher, M. y Anderson, T. (2000). *Convergence and diversity of corporate governance regimens and capital markets*. Oxford University Press, Oxford.
- 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.
- Melle, M. (1999). "Algunos resultados efectivos de las privatizaciones en España: una primera aproximación". *Economía Industrial*, 330, pp. 141-158.
- Qi, D.; Wu, W. y Zhang, H. (2000). "Shareholding structure and corporate performance of partially privatized firms: evidence from

- listed Chinese companies". *Pacific Basic Finance*, 8 (5), pp. 587-610.
- Romero, A.M. (2005): Cambios en la iniciativa emprendedora de las empresas privatizadas en España. Tesis Doctoral. Universidad Complutense.
- Sheilfer, A. y Vishny, R. (1997). "A survey of corporate governance". *Journal of Finance*, 52, pp. 737-783.
- Shivdasani, A. y Yermack, D. (1999): "CEO involvement in the selection of new board members: an empirical analysis". *The Journal of Finance*, 54 (5), pp. 1829-1853.
- Villalonga, B. (2000). "Privatization and efficiency: differentiating ownership effects from political, organizational and dynamics effects". *Journal of Economic Behaviour & Organization*, 42, pp. 43-74.
- 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.
- Weisbach, M. (1988). "Outside directors and CEO turnover". *Journal of Financial Economics*, 20, pp. 431-460.
- Williamson, O. (1964). "The economics of discretionary behaviour: managerial objectives in the theory of the firm". Prentice Hall, Englewood cliffs, N.J.
- Williamson, O. (1975). "Markets and hierarchies: analysis and anti-trust implications". The Free Press, New York.
- Williamson, O. (1985). "The economics institutions of capitalism". The Free Press, New York.
- Xie, B.; Davidson, W. y DaDalt, P. (2003): "Earnings management and corporate governance: the role of the board and the audit committee". *Journal of Corporate Finance*, 9, pp. 295-316.
- 6.- No hemos tenido en cuenta como empresas privatizadas y empresas de control aquellas que en los tres años anteriores al año 2002 ni en el año objeto de estudio hubiesen sido objeto de una oferta pública de adquisición o de una fusión, dado que las características de la empresa y su gobierno corporativo se podrían haber visto modificadas. Por ello, aunque la muestra inicialmente considerada era de 14 empresas privatizadas tras aplicar estos filtros ha quedado reducida a 9 empresas.
- 7.- Previamente hemos aplicado la prueba de Levene para la igualdad de varianzas.
- 8.- Sin embargo, cuando consideramos la muestra de control ampliada se confirma una mayor participación estadísticamente significativa en el capital por parte de los consejeros de las empresas no privatizadas, al nivel del 1 por ciento.
- 9.- La participación accionarial de los distintos accionistas se ha obtenido sumando las participaciones accionariales directas e indirectas.
- 10.- Con la muestra de control ampliada los resultados son similares. En general, las empresas privatizadas en mayor medida parecen seguir las recomendaciones de Buen Gobierno, pero sin embargo, no existen apenas diferencias significativas. Así, la única diferencia significativa (al nivel del 10 por ciento) es el mayor número de reuniones del consejo de administración en el caso de las empresas privatizadas.
- 11.- La publicación de un Informe Anual de Gobierno Corporativo pasó a ser obligatoria tras la ley de Transparencia de julio de 2003. En el ejercicio en el que realizamos nuestro estudio, 2003, algunas de las empresas no lo habían publicado, sino que simplemente realizaban una revisión del grado de cumplimiento de las recomendaciones del Código de Buen Gobierno, por lo que esta circunstancia puede influir en que el nivel de transparencia sea menor.
- 12.- Un índice relativo a la información que proporcionan las empresas en sus informes anuales y en los documentos de Buen Gobierno (39 ítems), otro índice relativo a la información que dan las empresas directamente en la página web y otro índice en el que se ha tenido en cuenta no sólo la información que las empresas proporcionan directamente a través de la web sino también de modo indirecto a través de los documentos o informes que aparecen en la misma (46 ítems en ambos casos).
- 13.- En el análisis de ítem a ítem sólo existen diferencias significativas en dos casos. Las empresas privatizadas en un mayor porcentaje de casos dan información sobre la responsabilidad social en sus informes anuales y de gobierno, y en sus páginas web proporcionan más información sobre presentaciones a analistas.
- 14.- Los blindajes considerados son los siguientes: la existencia de acciones de oro, legislación 55/99, justiprecio, mayorías cualificadas, quórum reforzados, la exigencia de un número mínimo de acciones para asistir a la junta general, si se limita el número máximo de votos de un mismo accionista, si se exige una antigüedad como consejero para ser presidente del consejo, si hay que ostentar la condición de accionista para ser consejero o si los estatutos establecen una renovación escalonada del consejo.

NOTAS:

- 2.- La teoría de la agencia, de la cual es pionero el trabajo de Coase (1937), recibe entre otras, las aportaciones fundamentales en los trabajos de Alchian y Demsetz (1972), Jensen y Meckling (1976), Fama y Jensen (1983) y Williamson (1964,1975, 1985).
- 3.- Una revisión de estos mecanismos supervisores se encuentra en Shleifer y Vishny (1997), Maher y Anderson (2000) y Denis y McConnell (2003).
- 4.- Otra manera de mantener el control sobre las empresas privatizadas es mediante la emisión de las acciones de oro. Las acciones de oro permiten al Estado reservar la capacidad de someter a su autorización la adquisición de un 10 por ciento del capital de la empresa puesta a venta, y/o la adopción de determinados acuerdos por parte del consejo de administración de una empresa en caso de disolución, fusión, enajenación de activos o realización de cambios de actividad.
- 5.- En noviembre del año 2005 el gobierno español aprobó un proyecto de ley para eliminar las acciones de oro que todavía existen en las empresas españolas privatizadas y a comienzos del junio 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. Tras las advertencias de la UE, la eliminación de la acción de oro ha sido aprobada por el Congreso, pero tendrá que superar también el trámite parlamentario.