

EL GOBIERNO DE LAS EMPRESAS PRIVATIZADAS ¹

Laura Cabeza García, cabezalaura@uniovi.es
Silvia Gómez Ansón, sgomez@uniovi.es
Universidad de Oviedo

RESUMEN

En este trabajo se realiza un estudio comparativo de la estructura de gobierno de las empresas españolas privatizadas por medio de oferta pública de venta y una muestra de control de empresas cotizadas, para el ejercicio económico 2003. En concreto, se analiza si existen diferencias significativas en las dos muestras en el funcionamiento del consejo de administración, la estructura de propiedad y los derechos y obligaciones de los accionistas. Los resultados parecen sugerir que en las empresas privatizadas hay una menor participación en el capital de los consejeros ejecutivos y de las familias y que éstas tienen un mayor número de consejeros independientes y de comisiones del consejo.

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. Con la privatización pueden eliminarse las carencias que las empresas públicas presentan, permitiendo en mayor medida la alineación de intereses entre los distintos participantes o stakeholders, lo que en último caso permite lograr el objetivo empresarial de maximizar el valor de la empresa. 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 131 empresas en el periodo de tiempo 1985-2003. En términos de ingresos por las privatizaciones, España se sitúa en cuarto lugar dentro de los 15 países que formaban antes la UE (OCDE, 2003).

Los métodos de privatización más utilizados en los países occidentales han sido las dos modalidades de la venta de la propiedad estatal: 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 economía nacional han sido privatizadas por medio de ofertas públicas de venta. Así, con fecha de enero de 2005, las empresas privatizadas por medio de OPV, contaban con una capitalización de 182.948.731 miles de euros y representaban aproximadamente el 47 por ciento de la capitalización total, tanto del Índice General de la Bolsa de Madrid, como del Índice IBEX 35. Además, entre las seis empresas con mayor peso en el índice IBEX 35 se encuentran cuatro empresas privatizadas: Telefónica, BBVA, Repsol o Endesa.

La estructura de propiedad puede ser un factor determinante de las decisiones empresariales y de la actuación de las empresas. La separación de propiedad y control de los recursos puede provocar comportamientos oportunistas, o no alineados, entre los directivos y los accionistas si existen divergencias de objetivos entre las partes y asimetrías informativas que dificulten la supervisión de la actuación directiva. La divergencia de objetivos e interés entre el agente y el principal hacen necesarios la implantación de una serie de mecanismos alineadores y supervisores de la actuación directiva, para tratar de minimizar los costes de agencia. Entre estos mecanismos de control externos están el mercado de bienes y servicios, el de factores, el de capitales y el de control corporativo. Los mecanismos de control internos incluyen los sistemas de incentivos, la estructura de propiedad (concentración accionarial y participación de los internos, consejeros y directivos, en el capital), o el establecimiento de órganos de supervisión y control (el consejo de administración).

Nuestro trabajo pretende analizar posibles diferencias en la estructura de gobierno corporativo entre las empresas cotizadas españolas en función de su origen, privatización o no. En concreto, se realiza 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. Hasta este momento los estudios empíricos españoles sobre privatizaciones, 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 antes y después de su privatización (Melle, 1999; Villalonga, 2000), pero no analizan, ni comparan, post-privatización sus estructuras de gobierno corporativo. Los resultados del estudio muestran que con carácter general no existen diferencias en la concentración accionarial, en el consejo de administración ni en los derechos de los accionistas entre las empresas españolas privatizadas y no privatizadas. En las empresas privatizadas hay una menor participación de los consejeros ejecutivos y de las familias en el capital. 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, tiende a predominar la creación de núcleo duros asociados a las privatizaciones por OPV, o la mayor participación de los grupos familiares en las empresas no privatizadas. Por otro lado, las empresas privatizadas pueden tratar de seguir en mayor medida que las empresas no privatizadas las recomendaciones de Buen Gobierno con el objetivo de transmitir una imagen de cambio y transparencia a los inversores. Esta podría ser la razón por la que presentan un mayor número de comisiones dentro del consejo y un mayor número de consejeros independientes.

El trabajo se ha estructurado como sigue: la sección 2 describe brevemente los procesos de privatización y su razón de ser. En la sección 3 se analizan distintos mecanismos internos de control y se enuncian las hipótesis a contrastar. La sección 4 presenta la base de datos, las variables y la metodología empleada en el estudio. La sección 5 analiza los resultados del estudio y, finalmente en la sección 6 se establecen las principales conclusiones del trabajo.

2. LOS PROCESOS DE PRIVATIZACIÓN

La privatización puede ser definida 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

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

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.

El inicio de los recientes procesos de privatización de las empresas públicas 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 otros países europeos, como Francia o Italia, en países del Centro y del Este de Europa, y en países en vías de desarrollo de América del Sur, Asia y África. En el caso español, la privatización de empresas públicas empezó a mediados de los años ochenta motivada principalmente 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. La reducción del déficit fiscal y de la financiación de empresas públicas en expansión junto con una reestructuración del sector público, eran los principales motivos para el inicio de privatizaciones en España (Bel y Costas, 2001).

Se pueden distinguir distintos métodos de privatización de las empresas públicas (Brada, 1996; OCDE, 2003): la privatización a través de la restitución, la categoría “*voucher*” o “*mass*” (sólo utilizada en la Europa Central y del Este), la privatización desde abajo, y la privatización a través de la venta de propiedad estatal. Esta última modalidad constituye el principal método de privatización en los países desarrollados, pudiendo adoptar dos formas: la venta directa de empresas estatales a individuos, corporaciones existentes o a un grupo de inversores y la oferta pública de venta. La venta directa puede referirse a la venta de acciones o a la venta de determinadas ramas productivas que pueden ser segregadas de una empresa principal, o a la venta de participaciones minoritarias de filiales que carezcan de justificación estratégica para la empresa pública. La oferta pública de acciones supone la venta a los inversores de parte, o de toda, la participación que tiene el Estado en las empresas públicas a través del mercado de capitales².

En los países que no pertenecen a la OCDE la venta directa ha sido el principal método utilizado en los procesos de privatización, entre otros motivos, por la existencia de mercados de capitales poco desarrollados y por el atractivo que puede suponer la participación de un inversor extranjero directamente en el capital de la empresa, quien puede aportar su conocimiento y experiencia a la empresa. Por el contrario, en los países de la OCDE, entre ellos, España, el principal método de venta, desde el punto de vista recaudatorio, en los últimos años ha sido la oferta pública de acciones. En el periodo 1980-2001, las ofertas públicas de venta por término medio han generado un 62 por ciento de las ganancias totales derivadas de la privatización en los países desarrollados (OCDE, 2003). En España, aunque en el periodo 1985-2003 el 82 por ciento de los procesos de privatización se han realizado por medio de venta directa, dos terceras partes de los ingresos recaudados con las privatizaciones lo han sido a través de empresas privatizadas por medio de OPV (CCP, 2003).

3. LA SEPARACIÓN DE PROPIEDAD Y CONTROL: MECANISMOS DE CONTROL

El estudio del gobierno de la empresa constituye hoy en día una de las principales líneas de investigación de la Teoría Financiera y es un tema con enorme importancia práctica (Shleifer y Vishny, 1997). Su principal objetivo 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. Algunos autores indican que los procesos de privatización son una posible justificación a la importancia suscitada en torno al gobierno corporativo en las dos últimas décadas (Becht *et al.*, 2002). 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; Shleifer y Vishny, 1997), el éxito de los procesos de privatización en última instancia depende de la efectividad de los mecanismos de gobierno corporativo existentes tras el cambio de propiedad (Boubakri *et al.*, 2004).

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 agencia³, 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 agencia⁴. Estos mecanismos se pueden agrupar en internos, que surgen en el seno de la propia empresa (órganos de supervisión, la concentración de propiedad, sistemas de remuneración basados en incentivos y la estructura financiera de la empresa), y externos que surgen como consecuencia de la presencia de la empresa en distintos mercados (mercado de capitales, mercado de productos y factores, mercado de control corporativo, mercado laboral de los directivos)⁵. A continuación se describen dos de los mecanismos de control interno, la estructura de propiedad y el consejo de administración, en los que nos hemos centrado a la hora de realizar el estudio comparativo del gobierno corporativo entre empresas privatizadas y no privatizadas.

Dentro de la estructura de propiedad actúan como mecanismos de control la participación accionarial de los internos y la concentración accionarial. La participación accionarial de los internos puede tener un doble efecto sobre el objetivo de la maximización del valor empresarial. Un efecto positivo de acuerdo con la hipótesis de alineamiento, por lo que la participación en la propiedad de la empresa hará que los incentivos de los gestores a comportarse de modo oportunista sean menores (Jensen y Meckling, 1976), o un efecto negativo de acuerdo con la hipótesis de atrincheramiento que establece que la participación de los internos en el capital de la empresa les

² Tanto en el caso de la venta directa como de la oferta pública de venta un caso particular es la venta de una parte mayoritaria o significativa de la empresa a los trabajadores y directivos, con un esperable efecto positivo de control y mejora en la eficiencia de la empresa al haber una alineación de incentivos, siempre y cuando éstos no persigan sus propios intereses, como la seguridad en el trabajo, y no se olviden del objetivo empresarial de incrementar el valor empresarial. Otro problema es que los empleados pueden carecer de las habilidades, el capital, o de las tecnologías necesarias, para gestionar las empresas.

³ 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 (1980), Fama y Jensen (1983) y Williamson (1964,1975,1985).

⁴ Una revisión de estos mecanismos supervisores se encuentra en Shleifer y Vishny (1997).

⁵ Otros mecanismos de control pueden ser ciertas cláusulas en los estatutos, una regulación adecuada del mercado bursátil o un aumento en la transparencia (Black, 2000).

otorga derechos políticos que les permiten mantenerse en su puesto de trabajo aun en el caso de que adopten actitudes oportunistas (Demsetz, 1983; Fama y Jensen, 1983). Diversos estudios sugieren así que la participación de los internos podría tener un efecto no lineal sobre el valor de la empresa, de forma que para bajos niveles de propiedad predomina la hipótesis de alineamiento de intereses, mientras que para niveles elevados lo hará la hipótesis de atrincheramiento (Morck *et al.*, 1988; Fernández *et al.*, 1998; Himmelberg *et al.*, 1999; De Miguel *et al.*, 2001). 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 particular a la marcha de la empresa. Considerando los incentivos asociados a una mayor participación accionarial de los internos, así como el argumento anteriormente expuesto, planteamos la siguiente hipótesis:

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

La concentración de la propiedad⁶ genera incentivos para que los grandes accionistas incurran en los costes de supervisión a los ejecutivos. Es un modo de disminuir el problema del polizón o del "free-rider" al que se enfrentan los pequeños accionistas y de controlar a los directivos⁷. Así, la concentración de la propiedad ayudaría a mitigar los problemas de agencia de las empresas y debería producir una mayor rendimiento (Sheilfer y Vishny, 1997). Consecuentemente, Holderness y Sheehan (1988) encuentran que el valor de la empresa es mayor para el caso de empresas controladas por más de un accionista mayoritario, que por un único accionista y Claessens *et al.* (2002) encuentran que mayores derechos sobre flujos de caja del accionista mayoritario están asociados con un mayor valor de la empresa. En el caso de las empresas privatizadas, existe evidencia de que la concentración de la propiedad tiene un efecto positivo sobre el rendimiento empresarial tras la privatización (Claessens y Djankov, 1999; Boubkari *et al.*, 2004)⁸.

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 de los inversores institucionales y grandes accionistas, creando lo que ha venido a llamarse los núcleos duros, y, por otra parte, de los accionistas minoritarios, fomentando de esta manera el llamado "capitalismo popular". Este ha surgido de forma paralela a las privatizaciones realizadas por medio de ofertas públicas de venta y supone un aspecto positivo de éstas, pues ha impulsado la difusión de la cultura financiera y ha estimulado el ahorro, redundando, en definitiva, en el crecimiento económico nacional. Dada la elevada concentración accionarial que presentan típicamente las empresas cotizadas españolas y, considerando, el objetivo de la creación de un capitalismo popular proponemos la siguiente hipótesis⁹:

H2: La dispersión de la propiedad será mayor en las empresas privatizadas.

En cuanto a los órganos de supervisión y control de la empresa el más importante es el consejo de administración que es el órgano de representación de los accionistas. Se encarga del asesoramiento a los directivos sobre cuestiones de administración y gestión, ayuda a la formulación de estrategias para mejorar la imagen y reputación (Zahra y Pearce, 1989) y además, es el encargado de fijar la remuneración de los directivos de la empresa, así como de su contratación y despido (Baysinger y Butler, 1985; Hermalin y Weisbach, 1991). Por ello, los factores que influyan en la eficiencia de este órgano supervisor son claves para el gobierno de la empresa. Algunos de estos factores son su tamaño, el porcentaje de consejeros externos, la existencia de comisiones delegadas, la separación de funciones entre presidente del consejo y primer ejecutivo, o el número de reuniones del consejo y de las comisiones.

Un tamaño elevado del consejo puede ser bueno porque aporta una mayor variedad de opiniones y capacidades de supervisión de la gestión empresarial. Sin embargo, tal y como refleja la evidencia empírica, un tamaño elevado puede ser negativo porque dificulta que las decisiones se tomen de modo rápido y eficiente (Jensen, 1983; Eisenberg *et al.*, 1998; Mak y Yanto, 2002). Respecto a la presencia de consejeros externos y su efecto sobre el valor de la empresa la evidencia empírica no es concluyente. En algunos casos no se encuentra una relación significativa entre la proporción de externos en el consejo e indicadores de la performance empresarial (MacAvoy *et al.*, 1983; Klein, 1998; Bhagat y Black, 2000), mientras que en otras ocasiones si parece existir una mayor eficacia supervisora en el caso de consejos dominados por externos no ejecutivos (Weisbach, 1988), o se constata que el precio de mercado de las acciones aumenta ante incrementos en el número de consejeros externos (Rosenstein y Wyatt, 1990; Dahya *et al.*, 2002). En cuanto a la existencia de comisiones especializadas dentro de los consejos de administración, éstas suponen una especialización de las tareas de los consejos, aunque incrementan las necesidades de coordinación y supervisión del consejo (Klein, 1996; Kose y Lemma, 1998).

La mayoría de los Códigos de Buen Gobierno abogan por la separación de poder de las figuras de presidente del consejo de administración y máximo ejecutivo empresarial. Sin embargo, a este respecto la evidencia empírica no es concluyente, pues existen tanto beneficios como costes derivados de la separación entre presidente del consejo y primer ejecutivo, no pudiendo establecerse una relación entre el rendimiento empresarial y la separación de estos cargos (Brickley *et al.*, 1997; Vafeas y Theodorou, 1998)¹⁰. En lo que se refiere a

⁶ En Europa continental los principales accionistas suelen ser empresas controladas por grupos de inversores estables, con participaciones normalmente minoritarias pero significativas. Para el caso español, la concentración media para una muestra de 193 empresas en la década de los noventa es de 34,2 por ciento (Crespí y Cestona, 1999).

⁷ Sin embargo, las ventajas que los grandes accionistas pueden aportar en forma de una mayor supervisión de los directivos pueden verse más que compensadas si los grandes accionistas aprovechan el poder de que disfrutan en la empresa para perseguir sus propios intereses personales y obtienen beneficios privados de control (Shleifer y Vishny, 1997). En este caso, tendrán lugar a comportamientos oportunistas que son contrarios al interés general del resto de accionistas, de modo especial para el caso de los accionistas minoritarios (Claessens *et al.*, 2002; La Porta *et al.*, 2002).

⁸ La regulación es un medio de control indirecto, si desaparece los costes de controlar a los accionistas aumentan, por lo que habrá tendencia a una mayor concentración de la propiedad (Trillas, 2004).

⁹ Sin embargo, esta hipótesis también se puede plantear en sentido contrario, es decir, una menor dispersión en el caso de las empresas privatizadas, si las privatizaciones persiguen la creación de núcleos duros.

¹⁰ En algunas ocasiones incluso es posible una valoración negativa por parte del mercado ante la sustitución del primer ejecutivo por parte del consejo (Beatty y Zajac, 1987).

la frecuencia de reuniones del consejo, ésta puede suponer una mayor supervisión directiva, pero por otro lado mayores costes en términos de salarios, dietas y tiempo empleado por los consejeros. La evidencia empírica sugiere así que los incrementos en el número de reuniones del consejo se producen a raíz de la existencia de situaciones de crisis empresarial o caídas significativas en el valor de las empresas (Vafeas, 1999).

El gobierno corporativo de las empresas privatizadas puede influir significativamente en el éxito de las mismas. Por ello, las empresas privatizadas para transmitir al mercado su cambio en el funcionamiento empresarial y su compromiso con la estructura de gobierno corporativo, tratarán de mostrar estructuras de gobierno “mejores”, es decir, que cumplan en mayor medida los Códigos de Buen Gobierno. Estos Códigos (Olivencia y Aldama en España) recomiendan 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. Así por ejemplo, los resultados de las encuestas realizadas en los años 2000 y 2001 por la CNMV acerca del cumplimiento de las empresas sobre las recomendaciones del Código Olivencia mostraban que las empresas más comprometidas con el Buen Gobierno eran aquellas que habían realizado frecuentemente ofertas públicas de venta, entre ellas las empresas privatizadas. Por ello, proponemos las siguientes hipótesis:

H3: El tamaño del Consejo será menor en las empresas privatizadas.

H4: Las empresas privatizadas presentarán un mayor número porcentaje de consejeros externos independientes¹¹.

H5: Las empresas privatizadas presentarán un mayor número de comisiones del consejo.

H6: La separación de los cargos de presidente del consejo y el máximo ejecutivo será más probable en las empresas privatizadas.

H7: En las empresas privatizadas habrá un mayor número de reuniones del consejo de administración y de las comisiones.

Sin embargo, como herencia de su hasta ahora pertenencia al sector público las empresas privatizadas pueden también contar con nombramientos de políticos y ex-políticos, o cargos públicos, en el consejo de administración, tal y como refleja la siguiente hipótesis:

H8: La presencia de políticos y ex-políticos o cargos públicos en el consejo será mayor en las empresas privatizadas.

En el caso de las empresas privatizadas los mecanismos de control, 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*”. Estos conflictos se derivan de la existencia de un doble nivel de agencia (votantes-gobierno, gobierno-gestores), la existencia de objetivos contrarios a la maximización del beneficio empresarial, objetivos que en algunas ocasiones pueden ser múltiples e incluso contradictorios entre sí, la menor rigidez de la financiación propia y ajena en las empresas públicas que puede permitir que empresas no rentables sigan en el mercado, la no existencia del riesgo de quiebra, o la ausencia de control por parte del mercado corporativo.

Aunque la privatización implica la eliminación de muchos de estos problemas, 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 parcial¹². 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 oro¹³. En España, las primeras acciones de oro se establecieron en el año 1995, estando vigentes, hoy en día, en empresas como Telefónica, Repsol, Endesa o Iberia. Consecuentemente, de acuerdo con los argumentos expuestos, en empresas privatizadas en las que Estado retenga 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. Dado 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:

H9: 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.

¹¹ De acuerdo con la hipótesis 2, el “capitalismo popular” puede provocar una mayor dispersión de la propiedad, y como consecuencia que haya un mayor número de consejeros externos independientes y no dominicales.

¹² Bortolotti y Faccio (2004) encuentran que los gobiernos son el mayor accionista o tienen sustanciales poderes de veto en casi 2/3 partes de una muestra de 41 empresas privatizadas en el periodo de tiempo 1996-2000.

¹³ 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.

4. BASE DE DATOS, VARIABLES Y METODOLOGÍA

4.1. 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 14 empresas que representan aproximadamente el 47 por ciento de la capitalización total del IGBM y del IBEX 35. Para cada una de las empresas privatizadas se eligió una empresa de control perteneciente al mismo subsector, de acuerdo con la clasificación que realiza la Bolsa de Madrid, 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 año 2003)¹⁴. La tabla 1 refleja las empresas de la muestra y el subsector del Índice General de la Bolsa de Madrid al que pertenecen.

Tabla 1: Composición de la muestra

Empresa privatizada	Empresa de control	Sub- sector del IGBM
Abertis ⁽¹⁾	Europistas	Autopistas y aparcamientos
Amper	Avanzit	Electrónica y Software
Aldeasa	Service Point	Comercio minorista
Altadis ⁽²⁾	Baron de Ley	Bebidas y Tabaco
Arcelor ⁽³⁾	Acerinox	Metales
BBVA ⁽⁴⁾	BSCH	Banca
Ence	Iberpapel	Papel, madera y químicas
Endesa	Iberdrola	Electricidad
Gas natural	Unión Fenosa	Petróleo, gas y otras fuentes
Iberia	Logista	Transporte y distribución
Indra	Sogecable	Electrónica y Software
REE	Unión Fenosa	Electricidad
Repsol	Iberdrola	Petróleo, gas y otras fuentes
Telefónica	Jazztel	Telecomunicaciones

(1) Acesa, actualmente dentro del grupo Abertis, fue privatizada en el año 1987.

(2) Altadis, anteriormente Tabacalera, fue privatizada en el año 1998.

(3) Aceralia, actualmente dentro del grupo Arcelor, fue privatizada en el año 1997.

(4) BBVA es el resultado de la fusión del BBV y Argentaria; ésta última fue completamente privatizada en el año 1998.

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.

4.2. 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 (PARTEJECT, PARTFAM). También se ha tenido en cuenta la participación del primer gran accionista en el capital de la empresa (IGRAN) y su tipología (empresa financiera, empresa no financiera o Estado), 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 internos (ejecutivos-EJECT) y externos (dominicales –DOMINC-, independientes –INDEP- y otros –OTROS-). Se ha definido una variable relativa al número de comisiones en el consejo, diferenciando entre el tipo de comisión (de auditoría –COMAUDIT-, de nombramiento y retribuciones –COMNOMB-, y ejecutiva o delegada –COMEJECT-). 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 (PRESIDENT). Se ha definido también una variable relativa al número de reuniones del consejo de administración y de las comisiones (REUNCA, REUNCOM) Otra variable dicotómica toma valor uno si algún consejero tiene o ha tenido algún cargo político y/o público (POLÍTICOS).

La existencia de un Reglamento para la Junta General (REGJUNTA), la exigencia de un número mínimo de acciones para asistir a la Junta (MINACC), la existencia de mayorías cualificadas (MAYORÍAS), de quórum reforzados (QUÓRUM 102, QUÓRUM 103), o de limitaciones en el número de votos (LIMVOTOS), son las variables definidas, en relación a la Junta General, relativas a los derechos de los accionistas (en todos los casos variables dicotómicas). Se han definido tres variables dicotómicas que toman valor uno si existe alguna restricción para ocupar algún cargo en el consejo (CARGOS), si se exige la condición de accionista para ser consejero (CONSEJERO) y si hay establecida en los estatutos de la empresa una renovación escalonada del consejo (RENOV), respectivamente. También se ha tenido

¹⁴ No hemos tenido en cuenta como empresas de control aquellas que en los tres años anteriores al año 2002 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. Como consecuencia, en cuatro casos (Amper, Indra, Gas Natura y Repsol), el control se ha tenido que realizar a nivel de sector, y no de subsector, puesto que en el mismo subsector de la empresa privatizada no había ninguna empresa que cumpliera los requisitos para ser considerada empresa de control.

en cuenta la tipología de las acciones de la empresa (acciones preferentes, rescatables o sin voto), así como la existencia de pactos parasociales (PACTOS) entre los accionistas¹⁵. Mediante otras dos variables dicotómicas se considera la existencia de un justiprecio¹⁶ (JUSTIPRECIO) y de una oficina de atención al accionista (OFICINA). Finalmente, se ha considerado si las empresas están sometidas a la ley 55/99 del sector energético (ENERGIA), si el Estado continúa participando en el capital de la empresa (ESTADO) o dispone de una acción de oro sobre la empresa tras su privatización (ACCORO).

Para contratar las hipótesis planteadas la metodología utilizada consiste en un análisis de estadística descriptiva para las dos submuestras 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 y a los derechos de los accionistas. Para las variables de tipo cuantitativo hemos aplicado la prueba t de igualdad de medias para muestras no relacionadas¹⁷ y el test no paramétrico de la U de Mann-Whitney, mientras que para las variables dicotómicas hemos utilizado el estadístico exacto de Fisher.

5. RESULTADOS

5.1. ESTRUCTURA DE PROPIEDAD

En primer lugar, en lo que se refiere a la estructura de propiedad, se analiza la participación accionarial de los todos 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 más de un 9 por ciento (empresas de control). Sin embargo, si atendemos a los valores medianos, éstos revelan unos valores sensiblemente inferiores. Así, el valor mediano de la participación accionarial del conjunto de los consejeros en el caso de las empresas privatizadas es 0,78 por ciento frente al valor medio del 3 por ciento y en el caso de las empresas de control el valor mediano es de 1,6 por ciento frente al 9 por ciento de valor promedio. Estos datos indican que la participación accionarial de los miembros del consejo de administración es reducida, aunque sigue siendo menor para el caso de las empresas privatizadas. Los consejeros ejecutivos (PARTEJECT), aquellos que desempeñan cargos directivos en la empresa, poseen como media un 0,05 por ciento en el caso de las empresas privatizadas y casi un 4 por ciento en las de control. Por tanto, en las empresas privatizadas hay también una menor participación de los consejeros ejecutivos. Esta diferencia es estadísticamente significativa, rechazando así 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 de las familias (PARTFAM) en el caso de las empresas no privatizadas. Hay que señalar que en el caso de las empresas privatizadas, el Estado, en algunos casos sigue teniendo una participación significativa (ESTADO), reteniendo por término medio un 3 por ciento (valor mediano cero) del capital de las empresas¹⁸, siendo esta diferencia estadísticamente significativa al nivel del 1 por ciento.

Tabla 2: Estructura de propiedad

Variable	Empresas privatizadas		Empresas de control		T- Student	Z U Mann-Whitney
	Media	Mediana	Media	Mediana		
<i>Participación de los internos</i>						
Participación del consejo en el capital	2,602	0,787	9,302	1,595	-1,686	62 (0,159)
Participación de los consejeros ejecutivos en el capital	0,051	0,007	3,928	0,227	-1,670 (0,119)	41** (0,015)
Participación de las familias en el capital	0	0	0,212	0	-1,068 (0,306)	48** (0,019)
Participación del Estado en el capital	3,206	0	0	0	1,592 (0,135)	56*** (0,007)
<i>Concentración</i>						
Participación del primer gran accionista	16,093	11,305	18,554	16,35	-0,508 (0,616)	96,50 (0,945)
Participación de los tres grandes accionistas	28,773	26,226	31,191	24,277	-0,340 (0,736)	95 (0,890)
Participación de los cinco grandes accionistas	33,869	31,983	35,310	26,893	-0,179 (0,860)	95 (0,890)

* Significativo estadísticamente al 10%

**Significativo estadísticamente al 5%

***Significativo estadísticamente al 1%

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 participación¹⁹ media del primer gran accionista (1GRAN) supera el 16 por ciento (valor mediano 11 por ciento) y el 18 por ciento (valor mediano 16 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 35 por ciento. Por tanto, aunque parece haber una mayor concentración accionarial en las empresas no privatizadas, esta diferencia no es significativa, no pudiendo así confirmar la hipótesis 2 que predecía una mayor dispersión en la propiedad de las empresas privatizadas. En el caso de las empresas privatizadas el primer gran accionista es

¹⁵ Los pactos parasociales se refieren a aquellos acuerdos extra estatutarios, pero no secretos, que los accionistas suscriben para regular una serie de acuerdos relativos a la salida o entrada en la sociedad de nuevos socios, al funcionamiento de la misma o a la conducta a observar por aquellos ante determinadas situaciones o planteamientos.

¹⁶ Las disposiciones justiprecio obligan al potencial adquirente a formular una OPA sobre la totalidad del capital, en la que el precio de la misma no puede ser inferior al precio máximo que haya alcanzado la acción durante un periodo de tiempo especificado.

¹⁷ Previamente hemos aplicado la prueba de Levene para la igualdad de varianzas.

¹⁸ En algunos casos, como en la empresa eléctrica REE, ese porcentaje se eleva al 28,5 por ciento.

¹⁹ La participación accionarial de los distintos accionistas se ha obtenido sumando las participaciones accionariales directas e indirectas.

principalmente una sociedad financiera (64 por ciento de los casos), seguida del Estado o de una empresa no financiera (14 por ciento en ambos casos). Por el contrario, en las empresas de control el principal accionista es otra empresa no financiera (50 por ciento de los casos) o una sociedad financiera (43 por ciento). Algo a destacar es que en el caso de las empresas de control en un 14 por ciento de los casos una familia o un individuo es un accionista significativo (con una participación media de 0,227 por ciento), mientras que en las empresas privatizadas nunca lo son, siendo esta diferencia estadísticamente significativa al nivel del 5 por ciento.

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

5.2. FUNCIONAMIENTO DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN

En segundo lugar procedemos a analizar las características de la composición²⁰ y funcionamiento del consejo de administración. Para el caso de las empresas privatizadas los consejos de administración tienen, como término medio, casi 15 consejeros, con un valor mediano de 14 consejeros. Estos valores son ligeramente superiores a los de las empresas de la muestra de control (13,71 y 13 consejeros, respectivamente) (tabla 3). El tamaño de los consejos de administración no es, por tanto, por término medio elevado, siendo ligeramente superior en el caso de las empresas privatizadas. Por lo que respecta al número de reuniones anuales del consejo de administración (REUNCA), éste es de 12,69 reuniones anuales para las empresas privatizadas y de 11,14 para las empresas de control. Este dato indica que, como media, los consejos de administración se reúnen casi mensualmente, siendo éste un aspecto positivo. El mayor tamaño y número de reuniones del consejo de las empresas privatizadas no se confirma estadísticamente significativo. En cuanto a la composición de los consejos de administración, el peso más importante dentro de este órgano societario, corresponde a los consejeros independientes (INDEP) en el caso de las empresas privatizadas (7,07 consejeros por término medio, un 45,46 por ciento del tamaño medio del consejo) y a los dominicales (DOMINIC) en el de las empresas de control (6 consejeros por término medio, un 40 por ciento del tamaño medio del consejo). Para ambos tipos de empresas, la proporción de los consejeros externos en los consejos de administración representan más del 70 por ciento. Sólo en el caso del número de los consejeros independientes hay diferencias significativas entre ambos grupos, teniendo en cuenta tanto la prueba t para muestras independientes como el test no paramétrico de la U de Mann-Whitney, confirmándose de este modo la hipótesis 4 que predecía un mayor número de consejeros externos independientes en el caso de las empresas privatizadas.

Tal y como muestra la tabla 3, en lo que se refiere al número medio de comisiones del consejo de administración el número medio asciende a 3, en el caso de las empresas privatizadas, y a 2 en el de las empresas de control. Esta diferencia es significativa al nivel del 5 por ciento, por lo que parece confirmarse la hipótesis 5 que proponía un mayor número de comisiones por parte de las empresas privatizadas. La totalidad de las sociedades cumplen la legislación vigente y han establecido una comisión de auditoría y control (COMAUDIT), siendo el número medio de reuniones de la misma 7. Todas las empresas privatizadas tienen también una comisión de nombramientos y retribuciones (COMNOMB) (número medio de reuniones 7) y un 71 por ciento de las empresas de control (número medio de reuniones 4).

Otra de las variables consideradas se refieren 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 64,28 por ciento de las empresas privatizadas. Ese porcentaje es algo 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 21 por ciento de los casos tanto en las empresas privatizadas como en la muestra de control). En ninguno de los dos casos existen diferencias significativas entre ambos grupos).

Tabla 3: Características y funcionamiento del consejo de administración

Variable	Empresas privatizadas		Empresas de control		Z	
	Media	Mediana	Media	Mediana	T-Student	U Mann-Whitney
Tamaño y reuniones del consejo y comisiones						
Número de consejeros	14,71	14	13,71	13	0,502 (0,621)	93,50 (0,835)
Reuniones anuales del consejo	12,69	13	11,14	11,5	0,875 (0,390)	62,5 (0,163)
Número de comisiones/ por sociedad	3,35	3	2,5	2,5	1,812 [*] (0,082)	53 ^{**} (0,026)
Número de reuniones anuales de la comisión auditoría	7,58	7	6,29	6	0,796 (0,435)	77 (0,495)
Número de reuniones anuales de la comisión de nombramientos	6,62	5	4,33	4	1,915 ⁺ (0,07)	35,5 (0,121)
Número de reuniones anuales de la comisión ejecutiva o delegada	9,3	8,5	26,75	24	-1,830 (0,157)	8,5 (0,103)
Composición del consejo						
Ejecutivos	2,28	2,5	2,43	2	-0,283 (0,779)	96,50 (0,943)
Dominicales	4,69	4	6	5	-0,737 (0,468)	78,50 (0,541)
Independientes	7,07	6	4,14	3,5	2,274 ^{**} (0,032)	43,50 ^{**} (0,02)
Otros	0,5	0	1,14	0,5	-1,385 (0,181)	77 (0,280)
Total de externos	11,42	11,5	11,28	11	-0,242 (0,811)	93,50 (0,836)

²⁰ Los consejeros se han clasificado en consejeros ejecutivos que tienen responsabilidades ejecutivas en la sociedad o en sociedades del grupo, y consejeros externos que representan a accionistas significativos (dominicales) o son independientes.

<i>De los cargos del consejo</i>	%	%	Estadístico de Fisher
Sociedades en las que el presidente es el primer ejecutivo de la sociedad	64,28	50	0,583 (0,704)
Sociedades en las que el secretario es consejero	21,43	21,43	0,000 (1,000)
Presencia de cargos públicos y políticos	86%	71%	4,052 (0,100)
Comisiones del consejo			
Sociedades que tienen comisión de auditoría	100%	100%	(1)
Sociedades que tienen comisión de nombramientos	100%	71,43%	3,360 (0,222)
Sociedades que tienen comisión ejecutiva	78,57%	50%	2,489 (0,236)

* Significativo estadísticamente al 10%

**Significativo estadísticamente al 5%

***Significativo estadísticamente al 1%

(1) No se puede calcular porque la variable comisión de auditoría es una variable constante.

En resumen, el análisis de los resultados referidos al funcionamiento y características de los consejos de administración sugiere que el tamaño promedio de los consejos de administración es mayor en el caso de las empresas privatizadas así como su número de reuniones. Sin embargo, no hay diferencias significativas entre los dos tipos de empresas. Por el contrario, las empresas privatizadas si tienen un mayor número significativamente de comisiones en general. El número de consejeros independientes es también estadísticamente superior en el caso de las empresas privatizadas. Otra cuestión que cabe resaltar es la baja proporción de sociedades en las que existe una separación de funciones entre el máximo ejecutivo de la sociedad y el presidente del consejo de administración. Igualmente es destacable, la baja proporción de sociedades en las que el secretario del consejo de administración es consejero.

5.3. 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. Como puede verse en la tabla 4 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.

Tabla 4: Derechos de los accionistas y blindajes

Variable	Empresas privatizadas	Empresas de control	Estadístico de Fisher
	<i>Porcentaje</i>	<i>Porcentaje</i>	
Junta General de Accionistas			
Sociedades que disponen de un Reglamento para la Junta General	93	100	0,891 (1,000)
Mínimo número de acciones para asistir a la Junta General de Accionistas	85,71	64,28	2,331 (0,218)
Mayorías cualificadas	28,57	28,57	0,042 (1,000)
Quórum reforzado artículo 102 Ley SA	7,14	14,28	0,373 (1,000)
Quórum reforzado artículo 103 Ley SA	21,42	28,57	0,046 (1,000)
Límite en el número máximo de votos	50	28,57	1,706 (0,248)
Consejo de Administración			
Restricciones para ocupar cargos en el consejo de administración	14,28	7,14	0,224 (1,000)
Restricciones para ser consejero	14,28	7,14	0,224 (1,000)
Existencia de renovación escalonada en el consejo de administración	14,28	7,14	0,224 (1,000)
Otros			
Sociedades que emite acciones preferentes	7,14	0	0,891 (1,000)
Sociedades que emiten acciones rescatables	7,14	0	0,891 (1,000)
Sociedades que emiten acciones sin voto	0	7,14	1,213 (0,462)
Sociedades que disponen de pactos parasociales	14,28	0	0,224 (1,000)
Justiprecio	0	0	(1)
Sociedades que disponen de una oficina de atención al accionista	93	100	0,891 (1,000)
Sociedades sometidas a la regulación del sector energético	28,57	28,57	0,094 (1,000)
Sociedades en las que el Estado puede ejercer una acción de oro	35,71	0	5,306 ** (0,042)

* Significativo estadísticamente al 10%

**Significativo estadísticamente al 5%

***Significativo estadísticamente al 1%

(1) No se puede calcular porque la variable justiprecio es una variable constante.

Los derechos de los accionistas, referidos a su posibilidad de asistir a la Junta General, son limitados en la mayor parte de las sociedades, sobre todo en el caso de las empresas privatizadas (85,71 por ciento de los casos), estableciéndose la obligatoriedad de representar un número mínimo de acciones (MINACC), o valor nominal del capital social mínimo para poder asistir a la Junta General de Accionistas. Las empresas privatizadas en el 50 por ciento de los casos imponen una limitación en el porcentaje de votos que puede

emitir un mismo accionista²¹ (28,57 en el caso de las empresas de control). Los quórum reforzados, bien para acuerdos ordinarios o extraordinarios, son establecidos por un 7,14 y 14,28 por ciento por las empresas privatizadas y la muestra de control, respectivamente. Esta figura es empleada en mayor medida con referencia a los acuerdos que establece el artículo 103 de la Ley de SA (QUORUM 103). Por su parte, las mayorías cualificadas (MAYORÍAS), es decir, el establecimiento de porcentajes superiores al que requiere la Ley de SA para la aprobación de determinados acuerdos es utilizado por un 28,57 por ciento de los casos, tanto empresas privatizadas como la muestra de control. En ese mismo porcentaje las empresas, tanto privatizadas como de control, están sometidas a la regulación específica para empresas del sector energético (Ley 55/99). Los acuerdos de justiprecio no son empleados en ningún caso. Sin embargo, en ninguna de los derechos de los accionistas comentados anteriormente hay diferencias significativas entre ambos grupos de empresas. Adicionalmente, en el caso de las empresas privatizadas, existen acciones doradas (ACCORO) asociadas a su proceso de privatización (35,71 por ciento de las empresas), siendo esta diferencia significativa al nivel del 5 por ciento.

En lo que se refiere a la tipología de las acciones emitidas, las empresas apenas hacen uso de la emisión de acciones sin voto, rescatables o preferentes. Sólo un 7,14 de las empresas privatizadas emite acciones preferentes y rescatables, y ese mismo porcentaje emite acciones sin voto en el caso de las empresas de control. Por otro lado, se han encontrado referencias a la existencia de pactos parasociales (PACTOS) en un porcentaje de sociedades del 14,28, y sólo en el caso de las empresas privatizadas. Finalmente, en un 93 por ciento las empresas privatizadas disponen de una oficina de relación con los accionistas (OFICINA) en la página web, y la totalidad de las empresas de control.

En resumen, con carácter general parece haber un mayor número de blindajes en el caso de las empresas privatizadas, en contra de lo que planteábamos en la hipótesis 9, aunque no se verifican diferencias estadísticamente significativas. Sólo hay diferencias significativas en el caso de las acciones de oro. 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.

6. 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 nuestro 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 antes y después del cambio de propiedad (Melle, 1999; Villalonga, 2000).

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, 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 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 y de consejeros independientes es superior en el caso de las empresas anteriormente públicas. No se constata, por el contrario diferencias significativas en la participación de los internos en el capital, en el tamaño del consejo, en la separación de cargos, en la presencia de políticos o cargos públicos en el consejo, 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 no se constata una mayor participación de los políticos de las empresas privatizadas, pero sí una mayor proporción de consejeros independientes y de comisiones del consejo. 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.

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.
- Baysinger, R. y Butler, H. (1985). "Corporate governance and the board directors: performance effects of changes in board composition". *Journal of Law, Economics and Organization*, 1, pp.101-124.
- Beatty, R. y Zajac, E. (1987). "CEO changes and firm performance in large corporation: succession effects and manager effects". *Strategic Management Journal*, 8, pp. 305-317.
- Bel, G. y Costas, A. (2001). "La privatización y sus motivaciones en España: de instrumento a política". *Revista de Historia Industrial*, 19/20, pp. 105-132.
- 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.
- Bhagat, S. y Black, B. (2000). "Board independence and long term firm performance", Working paper, University of Colorado.
- Black, B. (2000). "The legal and institutional preconditions for strong securities markets". Working paper no. 179, Stanford Law School, Stanford University.
- Bortolotti, B. y Faccio, M. (2004). "Reluctant privatization". European Corporate governance Institute (ecgi), working paper, no. 40.
- Boubakri, N., Cosset, J. y Guedhami, O. (2004). "Postprivatization corporate governance: the role of ownership structure and investor protection". *Journal of Financial Economics*, forthcoming.
- Boycko, M.; Shleifer, A. y Vishny, R. (1996a). "A theory of privatization". *Economic Journal*, 106, vol.1 no. 2, pp. 327-377.
- Brada, J. (1996). "Privatization is Transition -- Or is it?". *Journal of Economic Perspectives*, 10, pp. 67-86.
- 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.
- Claessens, S. y Djankov, S. (1999). "Ownership concentration and corporate governance in the Czech republic". *Journal of Comparative Economics*, 27, vol. 3, pp. 498-513.
- Claessens, S.; Djankov, S.; Fan, J. y Lang, L. (2002). "Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings", *Journal of Finance*, 57, pp. 2741-2771.

²¹ Con carácter general ningún accionista puede emitir votos por un porcentaje superior al 10 por ciento del capital social.

- Coase, R. (1937). "The nature of the firm". *Economica*, 4, pp. 386-405.
- Consejo Consultivo de Privatizaciones. 2003. Informe de actividades.
- Crespí, R. y Cestona, M. (1999). "Ownership and control: a Spanish survey", en Barca, F.; Betch, M. (Eds), Ownership and control: a European perspective, forthcoming.
- Cuervo, A. (1989). "Situación económica y financiera de la empresa, evolución y perspectiva". En JL García Delgado (Ed): 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 Williamson, R. (2002). "The Cadbury committee, corporate performance and top management turnover". *Journal of Finance*, forthcoming.
- De Miguel, A.; Pindado, J. y Torre, C. (2001). "Ownership structure and firm value: new evidence from the Spanish Corporate Governance System". Working paper.
- Demsetz, H. (1983). "The structure of ownership and the theory of the firm". *Journal of Law & Economics*, vol. XXVI, pp. 375-390.
- Eisenberg, T.; Sundgre, S. y Wells, M. (1998). "Larger board size and decreasing firm value in small firms". *Journal of Financial Economics*, 48, pp. 35-54.
- Fama, E. (1980). "Agency problems and the theory of the firm". *Journal of Political Economy*, 88, no. 2, pp. 288-307.
- Fama, E. y Jensen, M. (1983a). "Separation of ownership and control". *Journal of Law and Economics*, 26, pp. 301-325.
- Fernández A.I.; Gómez Ansón, S. y Fernández, C. (1998): "El papel supervisor del consejo de administración sobre la actuación gerencial. Evidencia para el caso español", *Investigaciones Económicas*, XXII.
- Hermalin, B. y Weisbach, M. (1991). "The effects of board composition and direct incentives on firm performance". *Financial Management*, 20, pp. 101-112.
- Himmelberg, C.; Hubbard, R y Palia, D. (1999). "Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance". *Journal of Financial Economics*, 53, pp. 353-384.
- Holderness, C. y Sheehan, D. (1988). "The role of majority shareholders in publicly held corporations". *Journal of Financial Economics*, 20, pp. 317-346.
- 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. (1996). "Firm performance and board committee structure". Working paper, New York University, New York.
- Klein, A. (1998). "Firm performance and board committee structure". *Journal of Law and Economics*, 41, pp. 275-299.
- Kose, J. y Lemma, W. (1998). "Corporate governance and board effectiveness". *Journal of Banking and Finance*, 22, pp. 371-403.
- La Porta, R.; Lopez de Silanes, F. y Shleifer, A. (2002). "Investor protection and corporate valuation". *Journal of Finance*, 57, no.3, pp. 1147-1170.
- MacAvoy, P.; Cantor, S.; Dana, J. y Peck, S. (1983). "ALI proposals for increased control of the corporation by the board of directors: an economic analysis". In Statement of Business Roundtable on the American Law Institute's proposed "principals of corporate governance and structure: restatement and recommendation". New York. Business Roundtable.
- Mak, Y. y Yanto, K. (2002). "Size really matters: further evidence on negative relationship between board size and firm value". Working paper.
- Melle, M. (1999). "Algunos resultados efectivos de las privatizaciones en España: una primera aproximación". *Economía Industrial*, 330, pp. 141-158.
- Morck, R.; Shleifer, A. y Vishny, R. (1988). "Managements ownership and market valuation: an empirical analysis". *Journal of Financial Economics*, 27, pp. 595-612.
- OCDE (2003). "Privatising state-owned enterprises. An overview of policies and practices in OECD countries". OCDE online bookshop, code 262003011 P1.
- 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, no. 5, pp. 587-610.
- Rosestein, S. y Wyatt, J. (1990). "Outside directors, board independence, and shareholder wealth". *Journal of Financial Economics*, 26, pp. 175-191.
- Sheilfer, A. y Vinshy, R. (1997). "A survey of corporate governance", *Journal of Finance*, 52, pp. 737-783.
- Starr, P. (1989). "The meaning of privatization". In privatization and welfare state, edited by S.B. Kamerman and A.J. Kahn, Princeton.
- Trillas, F. (2004). "The structure of corporate ownership in privatised utilities". *Investigaciones Económicas*, XXVIII (2), pp. 257-284.
- Vafeas, N. (1999). "Board meeting frequency and firm performance". *Journal of Financial Economics*, 53, pp. 113-142.
- Vafeas, N. y Theodoru, E. (1998). "The association between board structure and firm performance in the UK". *British Accounting Review*, 30, pp. 383-407.
- Villalonga, B. (2000). "Privatization and efficiency: differentiating ownership effects from political, organizational and dynamics effects". *Journal of Economic Behaviour & Organization*, 42, pp. 43-74.
- 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 antitrust implications". The Free Press, New York.
- Williamson, O. (1985). "The economics institutions of capitalism". The Free Press, New York.
- Zahra, S. y Pearce, J. (1989), "Boards of directors and corporate financial performance: a review and integrative model". *Journal of Management*, 15, pp. 291-334.