

# GOBIERNO CORPORATIVO DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS: PRIVATIZADAS VERSUS NO PRIVATIZADAS <sup>1</sup>

Laura Cabeza García  
Silvia Gómez Ansón

## RESUMEN

Este trabajo analiza en el periodo 2000-2003 el gobierno corporativo de las empresas españolas privatizadas por medio de oferta pública de venta comparándolo con el de una muestra de control de empresas cotizadas. En concreto, se analiza si existen diferencias significativas en las dos muestras en el funcionamiento del consejo de administración, en la estructura de propiedad y en 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, pero sin embargo, éstas tienen un mayor número de comisiones en el consejo, un mayor número de reuniones y una mayor presencia de políticos o cargos públicos como miembros del consejo de administración.

## 1. INTRODUCCIÓN

Durante las últimas décadas los procesos de privatización han sido un importante fenómeno económico en todo mundo. Con la privatización pueden eliminarse las carencias que las empresas públicas presentan, permitiendo en mayor medida la alineación de intereses entre los distintos stakeholders, lo que en último caso permite lograr el objetivo de maximizar el valor empresarial. Desde su comienzo en el año 1979 en Reino Unido, la venta de empresas públicas ha tenido lugar en países desarrollados, en países vías de desarrollo o en economías en transición hacia el mercado. España no ha sido una excepción a esta tendencia, situándose en términos de ingresos por las privatizaciones en cuarto lugar dentro de los 15 países que formaban antes la UE (OCDE, 2003).

En nuestro país, la venta directa ha sido el método de privatización 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 (OPVs). Así, en el periodo 1985-2003 de un total de 171 procesos de privatización, 135 corresponden a privatizaciones realizadas por medio de venta directa, 5 a privatizaciones por medio de subasta y 31 a privatizaciones por medio de oferta pública de venta, entre las que se encuentran Repsol YPF, Endesa, Telefónica o Indra. Estas empresas son de gran tamaño e importancia dentro del funcionamiento de la economía nacional, tal y como muestra la composición del IGBM y del IBEX 35. Así, con fecha de enero de 2006, las empresas privatizadas por medio de OPV, contaban con una capitalización de 2.007.303.267 miles de euros y representaban aproximadamente el 43 por ciento de la capitalización total del IGBM, y el 49 por ciento de la capitalización del Índice IBEX 35.

La estructura de propiedad puede ser un factor determinante de las actuaciones y decisiones empresariales (Blair, 1995; Shleifer y Visny, 1997). 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 entre el agente y el principal hacen necesarios la implantación de una serie de mecanismos alineadores y supervisores de la actuación

---

<sup>1</sup> 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).

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). En el caso de las empresas privatizadas los mecanismos de control pueden jugar aún un papel más importante, pues éstas tienen que cambiar casi por completo su funcionamiento para cumplir el objetivo económico de maximización del beneficio empresarial, y mejorar su eficiencia. Sin embargo, aunque la privatización supone la eliminación de la mayoría de los problemas de las empresas públicas, y un cambio en el gobierno corporativo puede ser clave para el éxito del proceso privatizador, las empresas privatizadas como herencia de algunas características del pasado, pueden presentar una estructura de gobierno diferente al resto de las empresas privadas. Por ejemplo, puede que no se produzca 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, o si posee una acción de oro en el caso de empresas privatizadas por medio de oferta pública de venta y pertenecientes a sectores estratégicos.

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 y una muestra de empresas cotizadas no privatizadas para el periodo de tiempo 2000-2003. 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 el funcionamiento de las empresas (Melle, 1999; Villalonga, 2000, Hernández de Cos *et al.*, 2004) y su comportamiento innovador (Romero, 2005) antes y después de la privatización, 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 estructura de propiedad, 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, puede que predomine la creación de núcleos 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 desvincularse del Estado y de transmitir una imagen de cambio y transparencia a los inversores. En este sentido, presentan un mayor número de comisiones dentro del consejo y un mayor número de reuniones del consejo y de las comisiones. Sin embargo, como consecuencia de su anteriormente carácter público, en las empresas privatizadas hay un mayor número de políticos y/o ex políticos o cargos públicos como consejeros y en algunas ocasiones el Estado continúa ejerciendo su influencia al continuar participando en el capital de las empresas o al disponer de la posibilidad de ejercer una acción de oro.

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 globalización y la intensificación de la competencia requieren economías flexibles, capaces de adaptarse con rapidez, situando al mercado como mecanismo de asignación de recursos y dejando al sector público en un segundo plano, siendo la privatización una parte importante de este proceso. 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 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<sup>2</sup>. 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). Entre el año 1985 y el año 2003, 131 empresas han sido privatizadas en nuestro país. Sin embargo, no todas las empresas han sido privatizadas por completo. Algunas han sido privatizadas de modo parcial, reteniendo el Estado una participación en su capital y otras han sido privatizadas en diferentes fases.

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 capitales<sup>3</sup>. La elección de uno u otro método, venta directa versus OPV, depende de distintos factores como el desarrollo y las condiciones del mercado de capitales, de factores políticos y legales, como por ejemplo, la ideología del gobierno que privatiza la empresa, o el sistema legal, y de las características de las empresas, como su posición competitiva antes de la

<sup>2</sup> En Europa hay ejemplos de privatizaciones anteriores al año 1979, pero caracterizadas por la ausencia de un programa explícito que persiguiese la reestructuración del sector público (Alemania Oriental después de 1959, Irlanda en los años sesenta y setenta e Italia en los años cincuenta y sesenta) (Parker, 1999).

<sup>3</sup> 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 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 la empresa.

privatización, su sector de actividad o su tamaño (Megginson y Netter, 2001). En algunas ocasiones se ha utilizado una combinación de ambos métodos, venta directa y OPV, en un intento de maximizar los beneficios asociados a cada uno. En una primera fase, se utiliza la venta directa de parte de la empresa a un comprador estratégico con el objetivo de dotar a la empresa de un buen equipo directivo, y posteriormente, se venden sucesivas participaciones de la empresa a inversores institucionales, minoristas y, en ocasiones, empleados, por medio de ofertas públicas de venta, contribuyendo de esta forma al desarrollo del mercado de capitales (OCDE, 2003).

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. 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. MECANISMOS DE CONTROL CORPORATIVO

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). La privatización per se puede no explicar por sí sola el cambio en la performance de las empresas privatizadas (Bishop y Kay, 1992; Green y Volgelsang, 1994). En este sentido, diversos estudios argumentan que otros factores pueden influir en el éxito de los procesos de privatización. Entre otros, el entorno competitivo y económico (Harper, 2002), la identidad de los nuevos propietarios (Boubakri *et al.*, 2005), el porcentaje que retenga el Estado en el capital de las empresas tras la privatización (Megginson *et al.*, 1994; Wei *et al.*, 2003), o el gobierno corporativo (Shleifer y Vishny, 1997; Boubakri *et al.*, 2004). 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), el éxito de los procesos de privatización en última instancia puede depender 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 agencia<sup>4</sup>, 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

<sup>4</sup> 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).

supervisores de la actuación directiva que disminuyan los posibles costes de agencia<sup>5</sup>. 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). 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 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; De Miguel *et al.*, 2004).

La concentración de la propiedad 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 directivos<sup>6</sup>. Así, la concentración de la propiedad ayudaría a mitigar los problemas de agencia de las empresas y debería producir un 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).

Aunque varios estudios sugieren que la estructura de la propiedad puede estar influenciada por factores como el tamaño empresarial, la regulación del sector de actividad o la inestabilidad o el riesgo económico (Demsetz, 1983; Demsetz y Lehn, 1985), siendo de esperar en un primer momento que tras la privatización la estructura de propiedad de las empresas privatizadas no difiera significativamente de la del resto de las empresas privadas que operan en su mismo entorno y tengan un similar tamaño, la única diferencia podría ser la ausencia de grupos familiares como accionistas significativos, las empresas públicas como consecuencia de sus características del pasado o del propio proceso privatizador 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

<sup>5</sup> Una revisión de estos mecanismos supervisores se encuentra en Shleifer y Vishny (1997), Maher y Anderson (2000) y Denis y McConnell (2003).

<sup>6</sup> 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).

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.

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, por otra parte, a 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 sería de esperar que las empresas privatizadas tengan una estructura menos concentrada<sup>7</sup>.

Considerando los incentivos asociados a una mayor participación accionarial de los internos, así como el argumento anteriormente expuesto, planteamos como primera hipótesis:

H1: La participación de los internos en el capital de la empresa y la dispersión de la propiedad serán mayores 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; Xie *et al.*, 2003)<sup>8</sup>. 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)<sup>9</sup>. En cuanto a la existencia de

<sup>7</sup> 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.

<sup>8</sup> Por el contrario, Dalton *et al.* (1999) encuentran una relación positiva entre el tamaño del consejo de administración y la performance empresarial.

<sup>9</sup> Park y Shin (2004) encuentran que un mayor número de consejeros externos no da lugar a una mejora en las prácticas de gobierno en aquellos casos donde la propiedad está muy concentrada o el mercado laboral de los consejeros no está muy desarrollado. Sus resultados muestran que los consejeros externos en conjunto no disciplinan a los directivos en lo que se refiere al manejo de las ganancias de la

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, 1998; Kose y Lemma, 1998)<sup>10</sup>. El número de comisiones está directamente relacionado con el número de consejeros y con el tamaño empresarial, pero en aquellas empresas en las que hay una mayor participación del CEO en el capital habrá un menor número de comisiones y cada una de ellas tendrá menos funciones asignadas (Hayes *et al.*, 2005).

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). En lo que se refiere a la frecuencia de reuniones del consejo, ésta puede suponer una mayor supervisión directiva<sup>11</sup>, 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 y que cuanto mayor sea el número de reuniones del consejo mejor será el rendimiento de la empresa (Vafeas, 1999).

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 (Denis y Sarin, 1999). Faccio y Lasfer (1999) encuentran una relación en forma de U entre el nivel de participación en la propiedad de los directivos y la proporción de los consejeros no ejecutivos, la probabilidad de que coincidan en una misma persona los cargos de máximo ejecutivo y presidente del consejo y la probabilidad de que un consejero no ejecutivo sea nombrado presidente del consejo. 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 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 el contrario, las empresas de más antigüedad en el mercado eran más reacias a cambios en su estructura de gobierno corporativo. Teniendo en cuenta esta idea proponemos como segunda hipótesis:

---

empresa. Sin embargo, si encuentran que la presencia en el consejo de inversores institucionales o de entidades financieras puede ejercer un papel activo en el control sobre los directivos.

<sup>10</sup> La existencia de comisiones puede estar justificada, entre otras cosas, por la necesidad de cumplir regulaciones o para ayudar al CEO en sus decisiones.

<sup>11</sup> Xie *et al.* (2003) encuentran que un mayor número de reuniones del consejo y del comité de auditoría contribuye a una menor discrecionalidad de los directivos en lo que se refiere a la alteración de las ganancias de la empresa.

H2: Las empresas privatizadas adoptarán mejores “prácticas de gobierno corporativo”, teniendo un consejo de menor tamaño, un mayor porcentaje de consejeros externos independientes<sup>12</sup>, 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.

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:

H3: La presencia de políticos y ex-políticos o cargos públicos en el consejo será mayor en las empresas privatizadas.

Además, la aprobación de un reglamento para el consejo de administración, de un reglamento interno de conducta y la aprobación de un informe anual de gobierno corporativo son algunas de las recomendaciones de los Códigos de Buen Gobierno. Se trata de prácticas corporativas que las empresas privatizadas pueden utilizar para transmitir al mercado su compromiso con el buen gobierno corporativo (Fernández y Gómez, 2005). Dado que las empresas privatizadas pueden tener más necesidad de atraer a nuevos inversores que les proporcionen financiación, sería de esperar que emitan más frecuentemente que el resto de las empresas privadas los reglamentos internos y los informes de Buen Gobierno. Consecuentemente, proponemos la hipótesis:

H4: Las empresas privatizadas emitirán más frecuentemente que el resto de las empresas privadas un reglamento para el consejo de administración y un código interno de conducta, y publicarán en mayor proporción informes anuales de gobierno corporativo.

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, 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 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*.

<sup>12</sup> De acuerdo con la hipótesis 1, 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.



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, y, sobretudo, por medio de la emisión de acciones de oro<sup>13</sup>. 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<sup>14</sup>. 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:

H5: 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.

## 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 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 43 por ciento de la capitalización total del IGBM en enero del año 2006<sup>15</sup>. Para cada una de las empresas privatizadas se eligió una empresa de control perteneciente al mismo sector, 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 1999 (dado que el análisis a realizar será con datos del periodo 2000-2003)<sup>16</sup>. La tabla 1 refleja las empresas de la muestra y el sector del Índice General de la Bolsa de Madrid al que pertenecen.

<sup>13</sup> 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 la 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.

<sup>14</sup> 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.

<sup>15</sup> A la hora de calcular este porcentaje no se ha podido tener en cuenta a Aldeasa que sale del IGBM en enero del 2006.

<sup>16</sup> No hemos tenido en cuenta como empresas de control aquellas que en los tres años anteriores al año 1999 ni en los años 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.

**Tabla 1:** Composición de la muestra

<b>Empresas privatizadas</b>	<b>Empresas de control</b>	<b>Sector del IGBM <sup>(1)</sup></b>
Amper	Zeltia	Nuevas Tecnologías
Acesa <sup>(2)</sup>	Europistas	Comunicaciones
Ence	Cepsa	Petróleo y Químicas
Endesa	Iberdrola	Eléctricas
Repsol	Iberdrola	Petróleo y Química
Argentaria <sup>(3)</sup>	Banco Popular	Bancos y Financieras
Telefónica	Europistas	Comunicaciones
Indra	Zeltia	Nuevas Tecnologías
Gas Natural	Iberdrola	Eléctricas
Aldeasa	Viscofan	Otras Industrias y Servicios
CSI-Aceralia <sup>(4)</sup>	Zardoya Otis	Metal-Mecánica
Tabacalera <sup>(5)</sup>	Campofrío	Alimentación, Bebida, Tabaco
REE	Aguas de Barcelona	Eléctricas
Iberia	Prosegur	Otras Industrias y Servicios

(1) Se indica el sector de actividad en el año 1999, año en el que se han elegido las empresas de control.

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

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

(4) Aceralia, actualmente dentro del grupo Acerlor, fue privatizada en el año 1997.

(5) Altadis, anteriormente Tabacalera, fue 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 la CNMV, de los informes anuales, de los informes anuales de gobierno corporativo de las empresas de los ejercicios económicos 2000 al 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 miembros de una misma familia (PARTEJEC, PARTFAM). También se ha tenido en cuenta el nivel de free float de la empresa (FREE FLOAT)<sup>17</sup>, la participación del primer gran accionista en el capital de la empresa (1GRAN) 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-EJEC) y externos (dominicales-DOMINIC, independientes-INDEP y otros-OTROS). Se ha definido una variable relativa al número de comisiones en el consejo (COMISIONES), diferenciando entre el tipo de comisión (de auditoría-AUDIT, de nombramiento y retribuciones-NOMB, y ejecutiva o delegada-EJEC). 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

<sup>17</sup> El nivel de free-float se define como el porcentaje del capital de la empresa que no está en manos de los accionistas que tienen una participación en el capital superior al cinco por ciento.

reuniones del consejo de administración y de las comisiones (REUNCA, REUNAUDIT, REUNNOMB, REUNEJEC). Otra variable dicotómica toma valor uno si algún consejero tiene o ha tenido algún cargo político y/o público (POLITICOS).

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, con 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. Mediante otra variable dicotómica se considera la existencia de un justiprecio<sup>18</sup> (JUSTIPRECIO). 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 (PARTESTADO) o dispone de una acción de oro sobre la empresa tras su privatización (ACC ORO).

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 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 relacionadas<sup>19</sup> 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

La participación de los consejeros de las sociedades (PARTCA) es siempre superior y estadísticamente significativa en el caso de las empresas no privatizadas. Por ejemplo, en el año 2000 (2003) la participación del consejo en el capital toma un valor mediano de 0,024 (0,78) por ciento y de 5,572 (20,454) por ciento para las empresas privatizadas y no privatizadas, respectivamente, siendo esta diferencia significativa al nivel del 1 por ciento. 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 (PART EJEC), aquellos que desempeñan cargos directivos en la empresa, poseen como media siempre una mayor participación en el caso de las empresas de control, aunque únicamente existen diferencias significativas entre las dos muestras en el año 2001 (tabla 2).

Por tanto, en las empresas privatizadas hay una menor participación del consejo en su conjunto y de los consejeros ejecutivos, rechazando así 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 de las familias (PART FAM) en el caso de las empresas no privatizadas (diferencias significativas en todos los años). Por ejemplo, en el año 2003, en las empresas privatizadas la participación media de los grupos familiares es nula, mientras que en el

<sup>18</sup> 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.

<sup>19</sup> Previamente hemos aplicado la prueba de Levene para la igualdad de varianzas.

caso de la muestra de control se eleva al 6,205 por ciento (diferencia significativa al 1 por ciento). Hay que señalar que en el caso de las empresas privatizadas, el Estado, en algunos casos sigue teniendo una participación significativa (PARTESTADO), reteniendo al final del periodo por término medio un 3 por ciento (valor mediano cero) del capital de las empresas<sup>20</sup>, siendo esta diferencia estadísticamente significativa al nivel del 1 por ciento en todos los años analizados.

Tal y como muestra la tabla 2 se observa una elevada concentración accionarial en las dos muestras, hecho que constituye una de las características de las sociedades españolas, de forma similar a como ocurre en otros países de Europa continental. La participación<sup>21</sup> media del primer gran accionista (1 GRAN) está en torno al 20 por ciento y el 30 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 (5 GRAN) superior al 40 por ciento. En el año 2003 hay una disminución de la concentración tanto en el caso de empresas privatizadas como no privatizadas. Aunque parece haber una mayor concentración accionarial en las empresas no privatizadas, esta diferencia no es significativa, salvo en el caso del año 2002, no pudiendo así confirmar la segunda parte de la hipótesis 1 que predecía una mayor dispersión en la propiedad de las empresas privatizadas.

**Tabla 2: Estructura de propiedad**

Variable	Empresas privatizadas		Empresas de control		Diferencia		Z		
	Media	Mediana	Media	Mediana	Medias	Medianas	t- student	U Mann-Whitney	
<i>AÑO 2000</i>									
<b>PARTICIPACION DE LOS INTERNOS</b>									
PARTCA N=12 N=14	0,728	0,024	14,190	5,572	13,462	5,548	-2,412**	25***	
PARTEJEC N=12 N=13	0,045	0,002	6,322	0,01	6,277	0,008	-1,539	56	
PARTFAM N=12 N=11	0	0	1,028	0	1,028	0	-1,493	48*	
PARTESTADON=14 N=14	10,437	0	0	0	-10,437	0	1,976*	56***	
<b>CONCENTRACION</b>									
FREE FLOAT N=13 N=14	55,932	59,45	48,529	39,135	-7,403	-20,315	0,793	69	
1GRAN N=14 N=14	23,852	19,31	28,248	26,53	4,396	7,22	-0,915	70	
3GRAN N=13 N=14	40,434	40,560	50,353	60,412	9,919	19,852	-1,204	66	
5GRAN N=13 N=14	45,692	40,576	53,535	61,239	7,843	20,663	-0,884	68	
<i>AÑO 2001</i>									
<b>PARTICIPACION DE LOS INTERNOS</b>									
PARTCA N=14 N=14	1,196	0,032	13,403	7,192	12,207	7,16	-2,681	24***	
PARTEJEC N=14 N=13	0,047	0,003	4,966	0,082	4,919	0,079	-1,251	47**	
PARTFAM N=14 N=13	0,014	0	3,084	0	3,07	0	-1,483	63**	
PARTESTADO N=14	3,239	0	0	0	-3,329	0	1,606	56***	
<b>CONCENTRACION</b>									
FREE FLOAT N=14 N=14	63,848	63,365	47,549	39,278	-16,299	-24,087	1,999*	62*	
1GRAN N=14 N=14	19,183	13,273	29,339	32,487	10,156	19,214	-1,854*	57*	
3GRAN N=14 N=14	33,78	29,043	51,148	62,064	17,368	33,021	-2,256**	56*	
5GRAN N=14 N=14	40,629	41,229	56,424	62,651	15,795	21,422	-2,021*	64	

<sup>20</sup> En algunos casos, como en la empresa eléctrica REE, ese porcentaje se eleva al 28,5 por ciento. En el año 2005 un 8,5 por ciento de REE fue privatizado.

<sup>21</sup> La participación accionarial de los distintos accionistas se ha obtenido sumando las participaciones accionariales directas e indirectas.

AÑO 2002									
PARTICIPACION DE LOS INTERNOS									
PARTCA N=14 N=14	1,576	0,074	14,942	7,426	13,366	7,352	-2,765**	30***	
PARTEJEC N=14 N=13	0,058	0,008	7,520	0,02	7,462	0,012	-1,612	77	
PARTFAM N=14 N=13	0,014	0	4,463	0	4,449	0	-1,489	55**	
PARTESTADO N=14	3,239	0	0	0	-3,239	0	1,606	56***	
CONCENTRACION									
FREE FLOAT N=14 N=14	63,828	64,54	50,860	38,753	-12,968	-25,787	1,352	65	
1GRAN N=14 N=14	22,289	13,984	30,173	32,487	7,884	18,503	-1,070	51**	
3GRAN N=14 N=14	34,566	28,509	50,491	62,428	15,925	33,919	-1,860*	55**	
5GRAN N=14 N=14	41,908	40,659	55,968	62,84	14,06	22,181	-1,592	65	
AÑO 2003									
PARTICIPACION DE LOS INTERNOS									
PARTCA N=13 N=12	2,602	0,787	20,645	20,454	18,043	19,667	-3,095***	30***	
PARTEJEC N=13 N=11	0,051	0,007	5,546	0,096	5,495	0,089	-1,951*	52	
PARTFAM N=11 N=11	0	0	6,205	0,081	6,205	0,081	-2,038	27,5***	
PARTESTADO N=14	3,206	0	0	0	-3,206	0	1,592	56***	
CONCENTRACION									
FREE FLOAT N=14 N=14	70,061	72,228	52,211	43,52	-17,85	-33,708	2,063**	60*	
1GRAN N=14 N=14	16,093	11,305	28,050	27,093	11,957	15,788	-2,194**	57*	
3GRAN N=14 N=14	28,773	26,226	48,410	56,534	19,367	30,308	-2,431**	56*	
5GRAN N=14 N=14	33,869	31,983	46,909	49,704	13,04	17,721	-1,334	56	

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

En lo que se refiere a la tipología de los accionistas con participaciones significativas en las empresas privatizadas las empresas financieras son el accionista con mayor participación en el capital, seguidas del resto de las empresas no financieras y del Estado. En el caso de las empresas de control, no está tan clara la identidad de los grandes accionistas al variar en función del año (una entidad financiera, una no financiera o un grupo familiar). Sin embargo, sólo existen diferencias significativas entre ambas muestras, y al nivel del 10 por ciento, en lo que se refiere a la participación del Estado en el año 2000 (en un 28, 571 por ciento de las empresas privatizadas el Estado tiene una participación superior al 5 por ciento frente al cero por ciento de las empresas no privatizadas) y a la participación de las familias en el año 2003 (en ningún caso un grupo familiar tiene una participación superior al 5 por ciento en las empresas privatizadas, mientras que en las empresas de control si lo hacen en un 28,571 por ciento de los casos).

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. La estructura de propiedad de las empresas privatizadas en comparación con las empresas de control refleja el deseo del gobierno de crear núcleos duros para mantener el control de las mismas. Pero al mismo, parece que el gobierno ha perseguido uno de los objetivos políticos de las privatizaciones, el llamado capitalismo popular, lo que puede haber dado lugar al aumento de la dispersión de la propiedad.

## 5.2. FUNCIONAMIENTO DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN

En segundo lugar procedemos a analizar las características de la composición<sup>22</sup> 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 (14 y 12 consejeros, respectivamente) (tabla 3). El tamaño de los consejos de administración no es, por tanto, ligeramente superior en el caso de las empresas privatizadas, aunque no existen diferencias significativas. Por lo que respecta al número de comisiones, y a las reuniones de las comisiones y del propio consejo de administración las empresas privatizadas tienen significativamente un mayor número de comisiones y un mayor número de reuniones. Por ejemplo, en el año 2000 (2003) el número de reuniones del consejo en las empresas privatizadas fue por término medio 10,81 (12,69) y en las no privatizadas 9,54 (8), diferencia estadísticamente significativa al nivel del 1 por ciento. Estos resultados parecen sugerir que las empresas privatizadas adoptan en mayor medida que el resto de las empresas las recomendaciones en materia de gobierno corporativo, con el objetivo de transmitir al mercado el cambio en su funcionamiento. 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 en el año 2003) y a los dominicales (DOMINIC) en el de las empresas de control (7,14 consejeros por término medio). Sólo hay diferencias significativas entre ambos grupos en el caso del número de los consejeros independientes en el año 2000 y 2003 y en el número de consejeros dominicales en el año 2003.

**Tabla 3:** Características y funcionamiento del consejo de administración

Variables	Empresas privatizadas		Empresas de control		Diferencia		Z		
	Media	Mediana	Media	Mediana	Medias	Medianas	t-student	U Mann-Whitney	
<b>AÑO 2000</b>									
<b>TAMAÑO Y REUNIONES DEL CONSEJO Y COMISIONES</b>									
TAMCA N=14 N=14	14,64	13,5	14,35	12	-0,29	-1,5	0,136	83,5	
REUNCA N=11 N=11	10,81	12	9,54	9	-1,27	-3	6,276***	1,000***	
COMISIONES N=14 N=14	2,78	3	1,86	2	-0,92	-1	-5,886***	2,5***	
REUNAUDIT N=9 N=7	5,22	5	4,42	5	-0,80	0	2,949***	18,5**	
REUNNOMB N=9 N=8	5,66	5	3,5	4	-2,16	-1	-1,377	43	
REUNEJEC N=7 N=8	14,71	9	14,12	11	-0,59	-2	-1,258	47	
<b>COMPOSICIÓN DEL CONSEJO</b>									
EJEC N=14 N=14	1,78	1,5	2,14	2	0,36	0,5	-0,825	79,5	
DOMINIC N=11 N=9	4	5	7,77	6	3,77	1	-2,005*	32,5	
INDEP N=11 N=9	9,09	7	6	4	-3,09	-3	1,163	27,5*	
OTROS N=11 N=9	0,09	0	0	0	-0,09	0	1,000	45	
TOTAL EXTERNOS N=14	12,85	12	13,27	13	0,42	1	-0,198	75,5	
<b>AÑO 2001</b>									
<b>TAMAÑO Y REUNIONES DEL CONSEJO Y COMISIONES</b>									
TAMCA N=14 N=14	15,21	13,5	14,5	12	-0,71	-1,5	0,332	81,5	
REUNCA N=11 N=11	10	11	8,09	7	-1,91	4	0,896	45,5	
COMISIONES N=14 N=14	3,21	3	1,92	2	-1,29	1	2,522**	53,5**	
REUNAUDIT N=9 N=7	5,77	5	4,71	2	-1,06	3	1,754	23*	

<sup>22</sup> 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.

REUNNOMB N=8 N=8	5,25	4	3,42	4	-1,83	0	2,656**	17,5**
REUNEJEC N=8 N=7	12,5	10,5	16	11	3,5	0,5	0,293	36

COMPOSICIÓN DEL CONSEJO								
EJEC N=14 N=14	2,14	2	1,92	2	-0,22	0	0,131	89,5
DOMINC N=11 N=9	5,45	5	7,44	5	1,99	0	-0,931	46
INDEP N=11 N=9	6,54	6	6,44	5	-0,10	-1	0,057	44,5
OTROS N=11 N=9	0,18	0	0	0	-0,18	0	1,491	40,5
TOTAL EXTERNOS N=14	13,07	12	11,07	9	-2	-3	0,624	79

N=14

## AÑO 2002

## TAMAÑO Y REUNIONES DEL CONSEJO Y COMISIONES

TAMCA N=14 N=14	13,78	13	14,21	12	0,43	-1	-0,245	87
REUNCA N=11 N=9	12,69	13	8,33	10	-4,36	-3	2,674**	12***
COMISIONES N=14 N=14	3,21	3	1,92	2	-1,29	-1	2,699*	52**
REUNAUDIT N=11 N=4	6,45	6	5,75	6,5	-0,7	0,5	2,129*	22,5**
REUNNOMB N=12 N=6	5,25	5	2,33	3	-2,92	-2	5,804**	2***
REUNEJEC N=8 N=7	13,37	11,5	18	11	4,63	-0,5	0,049	36

COMPOSICIÓN DEL CONSEJO								
EJEC N=14 N=14	2	2	1,58	2	-0,42	0	0,508	95
DOMINIC N=12 N=6	4,25	5	7,77	6	3,52	1	-1,820*	39,5
INDEP N=12 N=6	7,08	6	5,3	4,5	-1,78	-1,5	1,077	40
OTROS N=12 N=6	0,15	0	1,14	0	0,99	0	-1,312	35
TOTAL EXTERNOS N=14	10,61	11	10,07	8	-0,54	-3	-0,108	75

N=14

## AÑO 2003

## TAMAÑO Y REUNIONES DEL CONSEJO Y COMISIONES

TAMCA N=14 N=14	14,71	14	13,64	12	-1,07	-2	0,428	82
REUNCA N=13 N=13	12,69	13	8	7	-4,69	-6	3,523***	26,5***
COMISIONES N=14 N=14	3,35	3	2,57	3	-0,78	0	1,915*	66,5*
REUNAUDIT N=13 N=13	7,58	7	4,46	3	-3,12	-4	2,165**	36**
REUNNOMB N=13 N=6	6,62	5	3,16	2,5	-3,46	-2,5	2,322*	13**
REUNEJEC N=10 N=6	9,3	8,5	21	18	11,7	9,5	-1,809	12,5

COMPOSICIÓN DEL CONSEJO								
EJEC N=14 N=14	2,28	2,5	2,14	2	-0,14	-0,5	0,441	80,5
DOMINIC N=14 N=14	4,69	4	7,14	5,5	2,45	1,5	-1,616	52*
INDEP N=14 N=14	7,07	6	3,5	2,5	-3,57	-3,5	2,560**	32***
OTROS N=14 N=14	0,5	0	0,85	0	0,35	0	-0,787	87
TOTAL EXTERNOS N=14	11,42	11,5	11,5	11	0,08	-0,5	-0,278	89

N=14

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

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. En un mayor número de ocasiones el presidente del consejo es también el máximo ejecutivo y el secretario es también un consejero en el caso de las empresas privatizadas, aunque no existen diferencias significativas entre las dos muestras (tabla 4). Las empresas privatizadas también tienen en un mayor porcentaje un reglamento para el consejo de administración, un reglamento interno de conducta y emiten algún documento o informe sobre las recomendaciones de

Buen Gobierno (tabla 4). Sin embargo, únicamente existen diferencias significativas en el reglamento del consejo en los años 2002 y 2003 y en el documento sobre las recomendaciones de Buen Gobierno del año 2002.

**Tabla 4:** Características y funcionamiento del consejo de administración II

<i>Variable</i>	<b>Empresas privatizadas</b>	<b>Empresas de control</b>	<b>Fisher</b>
<b>AÑO 2000</b>			
<b>DE LOS CARGOS DEL CONSEJO</b>	%	%	
PRESIDENTE N=14 N=14	64,28	57,14	0,583
SECRETARIO N=14 N=14	21,43	7,14	1,167
POLÍTICOS N=14 N=14	78,57	57,14	9,474***
<b>COMISIONES DEL CONSEJO</b>	%	%	
AUDIT N=14 N=14	78,57	50	2,489
NOMB N=14 N=14	85,71	57,14	1,714
EJEC N=14 N=14	71,42	71,42	0,000
<b>DOCUMENTOS</b>			
REGCA N=14 N=14	71,42	42,85	2,333
REGINT N=14 N=14	71,42	78,57	0,190
IGC N=14 N=14	78,57	50	2,489
<b>AÑO 2001</b>			
<b>DE LOS CARGOS DEL CONSEJO</b>	%	%	
PRESIDENTE N=14 N=14	64,28	42,85	7,429***
SECRETARIO N=14 N=14	21,43	7,14	1,167
POLITICOS N=14 N=14	85,71	71,42	6,182***
<b>COMISIONES DEL CONSEJO</b>	%	%	
AUDIT N=14 N=14	85,71	50	4,094
NOMB N=14 N=14	92,85	64,28	3,394
EJEC N=12 N=12	78,57	71,42	0,190
<b>DOCUMENTOS</b>			
REGCA N=14 N=14	78,57	57,14	3,474
REGINT N=14 N=14	92,85	78,57	1,167
IGC N=14 N=14	85,71	50	4,094
<b>AÑO 2002</b>			
<b>DE LOS CARGOS DEL CONSEJO</b>	%	%	
PRESIDENTE N=14 N=14	64,28	0,5	0,150
SECRETARIO N=14 N=14	7,14	7,14	0,000
POLITICOS N=14 N=14	88,71	64,28	7,429***
<b>COMISIONES DEL CONSEJO</b>	%	%	
AUDIT N=14 N=14	100	50	9,333***
NOMB N=14 N=14	100	64,28	3,394
EJEC N=14 N=14	78,51	71,42	0,190
<b>DOCUMENTOS</b>			
REGCA N=14 N=14	92,85	57,14	5,371*
REGINT N=14 N=14	85,71	78,57	0,243
IGC N=14 N=14	92,85	50	6,300**
<b>AÑO 2003</b>			
<b>DE LOS CARGOS DEL CONSEJO</b>	%	%	
PRESIDENTE N=14 N=14	64,28	71,42	0,164
SECRETARIO N=14 N=14	21,43	7,14	1,167
POLITICOS N=14 N=14	86	64,28	7,429***
<b>COMISIONES DEL CONSEJO</b>			
AUDIT N=14 N=14	100	100	(a)
NOMB N=14 N=14	100	58,77	3,360
EJEC N=14 N=14	78,57	71,42	0,190
<b>DOCUMENTOS</b>			
REGCA N=14 N=14	92,85	57,14	4,768**
REGINT N=14 N=14	100	100	(a)
IGC N=14 N=14	100	85,71	2,154

(a) No ha sido posible estimar el estadístico de Fisher porque al menos una de las variables es una constante

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



Cuando se habla de las empresas públicas normalmente se comenta que su peor funcionamiento es debido a sus objetivos y a la presencia de políticos en sus estructuras de gobierno. Nosotros analizamos si disminuye la presencia de políticos y no encontramos una disminución en el caso de las empresas privatizadas, que además tienen siempre en un mayor porcentaje de los casos políticos y/o cargos públicos como consejeros frente a las empresas no privatizadas, siendo la diferencia estadísticamente significativa en todos los años, tal y como establecía la hipótesis 4.

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. Sin embargo, no hay diferencias significativas entre los dos tipos de empresas. Por el contrario, las empresas privatizadas sí tienen un mayor número significativamente de comisiones y un mayor número de reuniones del consejo y de las comisiones. En algunos años el número de consejeros independientes es también estadísticamente superior en el caso de las empresas privatizadas. Otra cuestión que cabe resaltar es que en las empresas privatizadas en un mayor número de casos hay una concentración de funciones entre el máximo ejecutivo de la sociedad y el presidente del consejo de administración, y el secretario del consejo de administración es consejero. Finalmente, las empresas privatizadas emiten más reglamentos para el consejo, más reglamentos internos de conducta y más documentos sobre Buen Gobierno, aunque no existen diferencias significativas. Estos resultados, sólo nos permiten apoyar parcialmente la hipótesis 2 que establece que las empresas privatizadas adoptarían en mayor medida que las empresas no privatizadas las recomendaciones de Buen Gobierno en lo que se refiere al consejo de administración para transmitir al mercado el cambio en su funcionamiento y captar nuevos inversores.

### 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 5 los blindajes más utilizados son la exigencia de un número mínimo de acciones para asistir a la Junta General y las mayorías cualificadas en ambas muestras. En el caso de las empresas privatizadas también debe señalarse la limitación en el número máximo de votos que puede emitir un mismo accionista y las acciones de oro, y en el caso de las empresas no privatizadas la exigencia de quórum superiores a los establecidos en los artículos 102 y 103 de la ley de SA.

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 (por ejemplo, en el año 2002 en casi un 93 por ciento de los casos), estableciéndose la obligatoriedad de representar un número mínimo de acciones (MIN ACC), 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 accionista<sup>23</sup> (36 por ciento en el caso de las empresas de control). Los quórum reforzados, bien para acuerdos ordinarios o extraordinarios, son establecidos por un 7,14 y 36 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).

<sup>23</sup> Con carácter general ningún accionista puede emitir votos por un porcentaje superior al 10 por ciento del capital social.

Tabla 5: Derechos de los accionistas y blindajes

Variable	Empresas privatizadas	Empresas de control	Estadístico de Fisher
	%	%	
<b>AÑO 2000</b>			
<b>JUNTA GENERAL DE ACCIONISTAS</b>			
MINACC N=14 N=14	85,714	92,857	0,373
MAYORIAS N=14 N=14	21,428	14,285	0,243
QUORUM 102 N=14 N=14	0	35,714	6,087**
QUORUM 103 N=14 N=14	14,285	35,714	1,714
LIMVOTOS N=14 N=14	42,857	35,714	0,150
<b>CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN</b>			
CARGOS N=14 N=14	14,285	0	2,154
CONSEJERO N=14 N=14	14,285	7,142	0,373
RENOV N=14 N=14	14,285	7,142	0,373
<b>OTROS</b>			
JUSTIPRECIO N=14 N=14	0	0	(a)
ENERGIA N=14 N=14	28,571	35,714	0,164
ACC ORO N=14 N=14	42,857	0	7,636**
<b>AÑO 2001</b>			
<b>JUNTA GENERAL DE ACCIONISTAS</b>			
MINACC N=14 N=14	85,714	92,857	0,373
MAYORIAS N=14 N=14	28,571	14,285	0,848
QUORUM 102 N=14 N=14	7,142	35,714	3,394
QUORUM 103 N=14 N=14	21,428	35,714	0,700
LIMVOTOS N=14 N=14	50	35,714	0,583
<b>CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN</b>			
CARGOS N=14 N=14	14,285	0	2,154
CONSEJERO N=14 N=14	14,285	7,142	0,373
RENOV N=14 N=14	14,285	7,142	0,373
<b>OTROS</b>			
JUSTIPRECIO N=14 N=14	0	0	(a)
ENERGIA N=14 N=14	28,571	35,714	0,164
ACC ORO N=14 N=14	42,857	0	7,636**
<b>AÑO 2002</b>			
<b>JUNTA GENERAL DE ACCIONISTAS</b>			
MINACC N=14 N=14	92,857	92,857	0,000
MAYORIAS N=14 N=14	28,571	14,285	0,848
QUORUM 102 N=14 N=14	7,142	35,714	3,394
QUORUM 103 N=14 N=14	21,428	35,714	0,700
LIMVOTOS N=14 N=14	50	35,714	0,583
<b>CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN</b>			
CARGOS N=14 N=14	14,285	0	0,373
CONSEJERO N=14 N=14	14,285	7,142	0,373
RENOV N=14 N=14	14,285	7,142	
<b>OTROS</b>			
JUSTIPRECIO N=14 N=14	0	0	(a)
ENERGIA N=14 N=14	28,571	35,714	0,164
ACC ORO N=14 N=14	35,3714	0	6,087**
<b>AÑO 2003</b>			
<b>JUNTA GENERAL DE ACCIONISTAS</b>			
MINACC N=14 N=14	85,714	92,857	0,373
MAYORIAS N=14 N=14	28,571	28,571	0,000
QUORUM 102 N=14 N=14	7,142	35,714	3,394
QUORUM 103 N=14 N=14	21,428	35,714	0,700
LIMVOTOS N=14 N=14	50	35,714	0,583
<b>CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN</b>			
CARGOS N=14 N=14	14,285	0	2,154
CONSEJERO N=14 N=14	14,285	7,142	0,373
RENOV N=14 N=14	14,285	7,142	0,373
<b>OTROS</b>			
JUSTIPRECIO N=14 N=14	0	0	(a)
ENERGIA N=14 N=14	28,571	35,714	0,164
ACC ORO N=14 N=14	35,714	0	6,087**

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

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

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 aunque en el año 2000 es utilizada en mayor medida por las empresas privatizadas, en el último año analizado, el 2003, es empleada en un 28 por ciento de los casos por ambos tipos de empresas. 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 (ACC ORO) asociadas a su proceso de privatización (pasando de un 43 por ciento en el año 2000 a un 35,71 por ciento de las empresas en el año 2003), siendo esta diferencia significativa al nivel del 5 por ciento.

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 última hipótesis, aunque no se verifican diferencias estadísticamente significativas<sup>24</sup>. 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 constituido un importante fenómeno en muchos países, particularmente durante las dos últimas décadas, siendo una forma de modernizar la economía y de reducir la interferencia política y del gobierno en la economía nacional. 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 hace necesarios una serie de mecanismos alineadores y supervisores de la actuación directiva. Incluso, en las empresas privatizadas el gobierno corporativo puede jugar un papel decisivo en el propio proceso privatizador y en su éxito posterior. 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 (Melle, 1999; Villalonga, 2000, Hernández de Cos *et al.*, 2004) o el comportamiento innovador (Romero, 2005) antes y después del cambio de propiedad.

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 en el periodo de tiempo 2000-2003. Los resultados no muestran con carácter general diferencias significativas en las prácticas de gobierno entre las empresas privatizadas y no privatizadas, de modo que las empresas privatizadas tratan de tener una estructura de gobierno similar a la del resto de empresas de su entorno y transmitir al mercado su compromiso con las buenas prácticas de gobierno corporativo. 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 el número de reuniones de las comisiones y del consejo de administración es superior en el caso de las empresas anteriormente públicas. No se constata, por el contrario diferencias significativas en el tamaño del consejo, en la separación de cargos, o en el número de blindajes.

<sup>24</sup> Hemos realizado el mismo análisis construyendo un índice de blindajes (año a año y en el periodo 2000-2003) y también en este caso los resultados ponen de manifiesto que las empresas privatizadas tienen un mayor número de blindajes que las no privatizadas, aunque no existen diferencias significativas tras aplicar la prueba t de student para muestras no relacionadas y el test de U Mann-Whitney.

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. Además, como consecuencia de la herencia de ciertas características del pasado en la estructura de los consejos de administración se constata una mayor participación de los políticos o cargos públicos como consejeros en las empresas privatizadas y el objetivo político del “capitalismo popular” puede explicar que en algunos años haya una mayor proporción de consejeros independientes en las empresas privatizadas.

## BIBLIOGRAFÍA

- Alchian, A. y Demsetz, H. (1972). "Production, information costs and economic organization". *American Economic Review*, 62, pp. 777-795.
- Argimon, I.; Artoles, 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.
- 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.
- Bishop, M. y Kay, J. (1992). "El impacto de la privatización en la eficiencia del sector público en RU". *Información Comercial Española*, 707, pp. 22-34.
- Blair, M. (1995). "Ownership and control. Rethinking governance for the Twenty-First century. The brooking institution". Washington DC.
- 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, no. 2, pp. 369-399.
- Boubakri, N., Cosset, J. and Guedhami, O. (2005). "Liberalization, corporate governance and the performance of privatized firms in developing countries". *Journal of Corporate Finance*, 11, vol. 5, pp. 767-790.
- Boycko, M.; Sheifer, A. y Vishny, R. (1996). "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.
- Coase, R. (1937). "The nature of the firm". *Economica*, 4, pp. 386-405.
- Consejo Consultivo de Privatizaciones (CCP). 2003. Informe de actividades.
- 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.
- Dalton, D.; Daily, C.; Johnson, J. y Ellstrand, A. (1999). "Number of directors and financial performance: a meta-analysis". *Academy Management Journal*, 42, pp. 674-686.
- De Miguel, A.; Pindado, J. y Torre, C. (2004). "Ownership structure and firm value: new evidence from Spain". *Strategic Management Journal*, 25, no. 12, pp. 1199-1207.
- Demsetz, H. (1983). "The structure of ownership and the theory of the firm". *Journal of Law & Economics*, vol. XXVI, pp. 375-390.
- Demsetz, H. y Lehn, K. (1985). "The structure of corporate ownership: causes and consequences". *Journal of Political Economy*, 93, pp. 1155-1177.
- Denis, J.D. y Sarin, A. (1999). "Ownership and board structures in publicly traded companies". *Journal of Financial Economics*, 52, pp. 223.
- Denis, D. y McConnell, J. (2003). "International corporate governance". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38, pp. 1-36.
- 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.
- Faccio, M. and M.A. Lasfers (1999). "Managerial ownership, board structure and firm value: the U.K. evidence". Working Paper Università Cattolica de Milano.
- 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. (1983). "Separation of ownership and control". *Journal of Law and Economics*, 26, pp. 301-325.
- Fernández A.I.; Gómez Ansóñ, S. y Fernández, C. (1998). "El papel supervisor del consejo de administración sobre la actuación gerencial. Evidencia para el caso español", *Investigaciones Económicas*, XXII, vol. 3, pp. 501-526.

- Fernández, E. y Gomes Anson, S. (2005). "Why do firms comply voluntarily with the Codes of Best Practice". European Financial Management 2005 Symposium, Leeds, April 2005.
- Green, R. y Vogelsang, I. (1994). "British airways: a turnaround anticipating privatization" en M. Bishop, J. Kay, y C. Mayer (Eds.): Privatization and economic performance, pp. 89-111. Oxford University Press, Oxford.
- Harper, J. (2002). "The performance of privatized firms in the Czech Republic". *Journal of Banking and Finance*, 26, pp. 621-649.
- Hayes, R.; Mehran, H. y Schaefer, S. (2005). "Board committee structures, ownership and firm performance". European Financial Management Association Conference, Milan.
- Hermalin, B. y Weisbach, M. (1991). "The effects of board composition and direct incentives on firm performance". *Financial Management*, 20, pp. 101-112.
- Hernández de Cos, P.; Argimon, I. y González-Páramo, J. (2004). "Public ownership and business performance in the Spanish manufacturing sector, 1983-1996". *Public Finance Review*, 32, no. 2, pp. 148-182.
- 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. (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.
- 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.
- Megginson, W. y Netter, J. (2001). "From the State to market: a survey of empirical studies on privatization". *Journal of Economic Literature*, 39, pp. 321-389.
- 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.
- Park, Y. y Shin, H. (2004). "Board composition and earnings management in Canada". *Journal of Corporate Finance*, 10, pp. 431-457.
- Parker, D. (1999). "Privatization in the European Union: a critical assessment of its development, rationale and consequences". *Economic and Industrial Democracy*, 20, pp. 9-38.
- 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.
- Romero, A.M. (2005). "Cambios en la iniciativa emprendedora de las empresas privatizadas en España". Tesis Doctoral.
- Rosestein, S. y Wyatt, J. (1990). "Outside directors, board independence, and shareholder wealth". *Journal of Financial Economics*, 26, pp. 175-191.
- Sheifer, A. y Vishny, 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.
- 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.
- 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 antitrust 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.
- 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.