

# ANÁLISIS DE LA INFLUENCIA DEL GOBIERNO CORPORATIVO EN LA PERFORMANCE EMPRESARIAL<sup>1</sup>

Laura Cabeza García, [laura.cabeza@unileon.es](mailto:laura.cabeza@unileon.es), Universidad de León

Silvia Gómez Ansón, [sgomez@uniovi.es](mailto:sgomez@uniovi.es), Universidad de Oviedo

## RESUMEN

En este trabajo se analiza si el gobierno corporativo influye en la performance de las empresas españolas privatizadas por medio de oferta pública de venta en el periodo 2000-2003. Además, se estudia si el carácter anteriormente público de las empresas puede suponer diferencias en el valor y rentabilidad entre las empresas españolas privatizadas y una muestra de control de empresas cotizadas, así como en sus factores determinantes. Los resultados parecen sugerir que la presencia de políticos en el consejo y un número elevado de comisiones influyen negativamente sobre el valor y rentabilidad de las empresas, mientras que el tamaño empresarial y la transparencia informativa parecen tener un efecto positivo sobre la performance empresarial. Sin embargo, no se encuentran diferencias significativas en la performance según la naturaleza anterior de las empresas fuese pública o privada.

**PALABRAS CLAVE:** privatización, OPV, gobierno corporativo, funcionamiento empresarial

## ABSTRACT

This paper analyses whether the firms corporate governance influences their performance for a sample of Spanish firms privatised through public offering over period 2000-2003. Besides, we study if the former public ownership leads to differences in the firms' value and profitability between privatised firms and a control sample of quoted companies, and in their possible performance's determinants. The results suggest that the presence of politicians as members of the Board and the existence of a high number of committees seem to influence negatively firms' value and profitability, whereas firm's size and transparency of information influence positively firms' performance. However, no significant differences were found in firms' performance between privatised and non-privatised firms.

**KEY WORDS:** privatisation, public offerings, corporate governance, performance

## 1. INTRODUCCIÓN

Desde su comienzo en el año 1979 en el Reino Unido la venta de empresas públicas ha tenido lugar en países desarrollados, en países en vías de desarrollo o en economías en transición hacia el mercado. España no ha sido una excepción a esta tendencia, habiendo vivido un intenso proceso privatizador desde el año 1985, con un total de 134 empresas privatizadas hasta el año 2005. Una característica de más de veinte años de reforma económica

---

<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).

en nuestro país ha sido un crecimiento continuo, situándose actualmente entre uno de los países de la Unión Europea con un mayor incremento en el PIB. El proceso de reestructuración económica ha estado basado en la liberalización y desregulación del sector financiero y de los principales mercados de productos, siendo la reestructuración del sector público y la privatización de empresas públicas una parte importante de esta reforma. De acuerdo con la OCDE (2003), el programa privatizador español ha supuesto unos ingresos de 31.476 millones de euros en el periodo de tiempo 1990-2001, situándose España en términos de ingresos por privatizaciones en cuarto lugar dentro de los 15 antiguos países de la UE, y siendo en los años 1997 y 1998 cuando hubo un mayor volumen de ingresos recaudados.

En nuestro país, la venta directa ha sido el método de privatización más empleado, aunque las empresas de mayor tamaño han sido privatizadas por medio de ofertas públicas de venta (OPVs). Así, en el periodo 1985-2005 de un total de 177 procesos de privatización, 136 corresponden a privatizaciones realizadas por medio de venta directa, 7 a privatizaciones por medio de subasta y 33 a privatizaciones por medio de oferta pública de venta<sup>2</sup>. En este último caso, el de las empresas privatizadas por medio de OPVs, se trataba de empresas de gran tamaño e importancia dentro del funcionamiento de la economía nacional, tal y como muestra la composición del IGBM y del IBEX 35 a día de hoy.

Como argumento frecuentemente utilizado a favor de los procesos privatizadores se suele citar que las privatizaciones conllevan un incremento de la eficiencia y de la performance empresarial, al permitir en mayor medida la alineación de intereses entre los distintos stakeholders o grupos de interés, dentro de los que destacan los accionistas y los empleados. Desde la perspectiva de los accionistas hay que considerar que 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 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 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 el gobierno corporativo puede jugar un papel aún más importante, pues éstas tienen que cambiar casi por completo su funcionamiento para cumplir el objetivo económico de maximización del beneficio empresarial y de mejora de su eficiencia. Como ya hemos comentado, la mejora de la eficiencia empresarial es uno de los argumentos frecuentemente esgrimidos como razón de ser de las privatizaciones, tal y como corroboran diversos estudios empíricos (Megginson *et al.*, 1994; Boubakri *et al.*, 2004; Brown *et al.*, 2006). Sin embargo, factores adicionales al cambio de propiedad per se pueden influir también en esa mejora, como por ejemplo, el entorno económico o competitivo (Harper, 2002), la

---

<sup>2</sup> El proceso de privatización restante fue la venta de la participación del 5,06 por ciento que el Estado conservaba en el capital de Aldeasa en el año 2005 dentro del proceso de OPAs abierto sobre la empresa.

reestructuración de la empresa antes del cambio de propiedad (Dewenter y Malatesta, 2001), o el gobierno corporativo (Boubakri *et al.*, 2004).

Algunos autores han tratado de estudiar la relación entre la estructura de gobierno corporativo de las empresas privatizadas y su performance tras la privatización, aunque en este sentido los estudios no son muy numerosos. Boubakri y Cosset (1998) o Boubakri *et al.* (2005) sugieren un vínculo entre los cambios en la estructura de propiedad de las empresas privatizadas y su rendimiento empresarial, mientras Frydman *et al.* (1999) y Earle y Teledge (2002) encuentran que las empresas privatizadas que son adquiridas por un comprador externo muestran una mejor performance que las adquiridas por internos. Por su parte, Qi *et al.* (2000) muestran una mayor mejora en la performance tras la privatización en las empresas dominadas por inversores institucionales y en las que el Estado ha perdido el control.

Por otro lado, es necesario considerar que la privatización no sólo puede suponer un cambio en el gobierno corporativo de las empresas privatizadas sino que también como consecuencia de la herencia de algunas características del pasado, las empresas privatizadas pueden presentar una estructura de gobierno diferente al resto de las empresas privadas (por ejemplo, la presencia del Estado como accionista o la existencia de acciones de oro).

Nuestro trabajo pretende analizar si el gobierno corporativo ha influido en la performance de las empresas españolas privatizadas por medio de oferta pública de venta tras su privatización y por otro lado, estudiar si existen diferencias en el valor y rentabilidad entre las empresas privatizadas y una muestra de empresas cotizadas no privatizadas para el periodo de tiempo 2000-2003, así como en los factores determinantes de la performance empresarial. Hasta este momento los estudios empíricos españoles sobre privatizaciones, o bien comparan la performance de empresas públicas versus empresas privadas (Cuervo, 1989; Argimon *et al.*, 1999), o la performance de las empresas privatizadas (Melle, 1999; Villalonga, 2000, Hernández de Cos *et al.*, 2004) o su comportamiento innovador antes y después de la privatización (Romero, 2005), pero no existen estudios que analicen post-privatización la estructura de gobierno corporativo de las empresas privatizadas y no privatizadas.

Los resultados del estudio muestran que la presencia de políticos como consejeros, el número de comisiones, la transparencia informativa o el tamaño empresarial son algunos de los factores que pueden influir en el valor y rentabilidad de las empresas, pero no así su carácter anteriormente público o privado.

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

## **2. PRIVATIZACION, GOBIERNO CORPORATIVO Y PERFORMANCE EMPRESARIAL**

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

inviertan en las empresas tengan la confianza y seguridad de que obtendrán un rendimiento adecuado a su inversión.

En este contexto, algunos autores sugieren que los procesos de privatización son una posible respuesta a la importancia suscitada en torno al gobierno corporativo en las dos últimas décadas (Megginson y Netter, 2001; Becht *et al.*, 2002). La privatización supone un escenario interesante para abordar el estudio del gobierno de las empresas, al conllevar un cambio drástico en la estructura de propiedad empresarial, y permitir ver como los mecanismos de control interactúan y afectan al valor de la empresa (Denis y McConnell, 2003). Así, entre los factores que ayudarían a explicar los previsible cambios en la performance de las empresas privatizadas se encuentran el porcentaje que retenga el Estado en el capital de las empresas tras la privatización (Megginson *et al.*, 1994; Wei *et al.*, 2003), y el gobierno de las empresas privatizadas (Megginson *et al.*, 1994; Shleifer y Vishny, 1997; Boubakri *et al.*, 2004), pues el éxito de los procesos de privatización en última instancia puede depender de la efectividad de los mecanismos de gobierno corporativo presentes tras el cambio de propiedad (Boubakri *et al.*, 2004). Es decir, el proceso de reforma de una empresa pública incluye no sólo su privatización, la liberalización, el aumento de la competencia, y la desvinculación con el Estado, sino también la introducción de nuevas prácticas de gobierno (Estrin, 2002).

Además, hay que considerar que en el caso de las empresas privatizadas los mecanismos de control<sup>3</sup>, 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. Aunque con la privatización se eliminen los costes de agencia asociados al doble nivel de agencia (votantes-gobierno, gobierno-gestores) presente en las empresas públicas, los objetivos contrarios a la maximización del beneficio empresarial, y se introduzcan mecanismos de control externos, como el mercado de control corporativo o el de la deuda, la estructura de gobierno y los mecanismos de gobierno internos de las empresas tienen mucho que decir en el éxito de las privatizaciones.

La literatura económica sugiere que el Buen Gobierno corporativo conllevará a un incremento en el valor y la rentabilidad empresarial. Aspectos como la participación accionarial de los internos, el grado de concentración de la propiedad, el tamaño y la composición del consejo, la existencia de comisiones especializadas, la separación de cargos o la frecuencia de las reuniones deberían ser considerados. 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,

---

<sup>3</sup> Una revisión de estos mecanismos supervisores se encuentra en Shleifer y Vishny (1997), Maher y Anderson (2000) y Denis y McConnell (2003).

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>4</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, 2000) 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). Sin embargo, no sólo la concentración de la propiedad sino también los objetivos y quien dirija a la empresa puede tener influencia en la performance empresarial. Así, por ejemplo, en el caso de las empresas familiares el hecho de que el principal directivo de la empresa coincida con el propietario o alguno de los miembros de familia, o por el contrario, sea un directivo externo, parece tener influencia en la productividad de la empresa (Barth *et al.*, 2005).

Un tamaño elevado del consejo de administración 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; Xie *et al.*, 2003; Mak y Kusnadi, 2005)<sup>5</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 (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; Lee *et al.*, 1992), 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>6</sup>. En cuanto a la existencia de comisiones 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>7</sup>. En relación a la comisión de auditoría, la evidencia empírica pone de manifiesto que su existencia favorece una mayor calidad en la información financiera que las empresas proporcionan al mercado (Klein, 2002) y que su

---

<sup>4</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 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 ejemplo, las empresas privatizadas que comenzaron a cotizar en la Bolsa de Valores de Bulgaria y que tienen un accionista mayoritario presentan menor valor que el resto de compañías, incluidas las estatales (Atanasov, 2005).

<sup>5</sup> Por el contrario, Dalton *et al.* (1999) encuentran una relación positiva entre el tamaño del consejo de administración y la performance empresarial.

<sup>6</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 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>7</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.

ausencia puede implicar una mayor discrecionalidad en la alteración contable de las ganancias (DeFond y Jiambalvo, 1994)<sup>8</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, la evidencia empírica parece indicar que existe un menor número de comisiones y, además con 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 para de este modo garantizar una mejor supervisión de la actuación directiva. En este sentido, el mercado parece valorar positivamente el nombramiento de un máximo ejecutivo externo (Dahya y McConell, 2005). Sin embargo, la evidencia empírica no es del todo 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 (Vafeas y Theodorou, 1998). La evidencia empírica en el caso de las empresas privatizadas parece sugerir que la renovación del CEO implica un aumento en la rentabilidad y, por tanto, de la performance de las empresas tras la privatización (Boubakri *et al.*, 2005).

En lo que se refiere a la frecuencia de reuniones del consejo, ésta puede suponer una mayor supervisión directiva<sup>9</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).

Es necesario señalar, que además de un correcto funcionamiento de los órganos de control y administración, la transparencia<sup>10</sup> de las empresas en los aspectos relativos al gobierno corporativo, es otro elemento importante y que puede tener incidencia en el funcionamiento empresarial<sup>11</sup>. La transparencia es positiva porque hace más líquidas las acciones de las empresas en el mercado debido a la importancia de la información suministrada por las sociedades a los inversores, reduciéndose así el coste de capital. Información suficiente, precisa y a tiempo sobre las operaciones de la empresa, sobre su situación financiera y sobre su entorno externo, es importante para que los accionistas controlen la empresa y realicen inversiones adecuadas (Bai *et al.*, 2004). Así, en nuestro país el Informe Aldama y la Ley de Transparencia del año 2003 fomentan la transparencia informativa de las empresas cotizadas. La falta de transparencia informativa, puede aumentar los conflictos de intereses y el uso de información privilegiada por parte de directivos y consejeros.

Finalmente, otro aspecto que puede tener influencia sobre la performance empresarial es la existencia de blindajes o medidas defensivas de los derechos de los accionistas, blindajes que el mercado puede valorar

---

<sup>8</sup> Hasta la entrada en vigor de la Ley Financiera la existencia de una comisión de auditoría no era obligatoria en España, pasando a serlo a partir del año 2003.

<sup>9</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.

<sup>10</sup> Se entiende por transparencia aquella cualidad de la información y de las decisiones del consejo por la cual los inversores pueden conocer en cualquier momento la situación financiera de la empresa y el comportamiento de las variables clave para su funcionamiento (Canals, 2004).

<sup>11</sup> Un pobre gobierno corporativo está relacionado con una menor transparencia (Claessens *et al.*, 2002; Lins, 2003), lo que a su vez puede afectar negativamente al valor de la empresa al aumentar el riesgo percibido por los inversores externos (Barry y Brown, 1985).

negativamente y que pueden tener también una influencia negativa sobre la rentabilidad de la empresa al condicionar algunas decisiones empresariales. En este sentido, una diferencia entre las empresas privatizadas y no privatizadas es que tras la privatización el Estado puede ejercer una acción de oro<sup>12</sup> o establecer legislaciones específicas sobre las empresas pertenecientes a sectores regulados con el objetivo de no perder por completo el control de las anteriormente empresas públicas, lo que puede generar 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 estas otras limitaciones en los derechos de los accionistas.

Así pues, aunque la privatización implica la eliminación de muchos de los problemas de las empresas públicas, las empresas privatizadas pueden presentar algunas características diferenciales en sus estructuras de gobierno. Como modo de superar la resistencia de los internos al propio proceso privatizador puede ser que éstos participen en mayor medida en el capital, el objetivo de creación del “capitalismo popular” puede conducir a una mayor dispersión de la propiedad y su carácter anteriormente público podría explicar la mayor presencia de políticos o ex-políticos o altos cargos como miembros del consejo y que el Estado conserve cierta participación en el capital de la empresa tras la privatización. 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, sobre todo, como ya hemos comentado, por medio de la emisión de acciones de oro. Por otro lado, la necesidad de transmitir al mercado el cambio en su funcionamiento, para así captar así más financiación, puede hacer que las empresas privatizadas traten de mostrar estructuras de gobierno que cumplan en mayor medida con los Códigos de Buen Gobierno y que sean al mismo tiempo más transparentes que el resto de las empresas privadas. En consecuencia, la valoración el mercado realice y la propia rentabilidad empresarial puede ser diferente entre las empresas privatizadas y no privatizadas, así como los factores determinantes de su performance empresarial.

Teniendo en cuenta los argumentos anteriores, planteamos como hipótesis a contrastar,

H1: Las empresas que adopten en mayor medida las recomendaciones de Buen Gobierno, en lo que se refiere a la estructura de propiedad y al consejo de administración, sean más transparentes y presenten un menor nivel de blindajes, tendrán una mejor performance empresarial.

### **3. BASE DE DATOS, VARIABLES Y METODOLOGÍA**

#### **3.1. BASE DE DATOS**

La base de datos del estudio está compuesta por el conjunto de empresas españolas no financieras que forman parte del IGBM y fueron privatizadas por medio de una oferta pública de venta en el periodo 1985-2003. La

---

<sup>12</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. En España, las primeras acciones de oro se establecieron en el año 1995, estando vigentes, hoy en día, en empresas como Telefónica, Endesa o Iberia. Sin embargo, 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.

muestra finalmente utilizada asciende a un total de 13 empresas que representaban aproximadamente el 43 por ciento de la capitalización total del IGBM en enero del año 2006<sup>13</sup>. Para cada una de las empresas privatizadas se eligió una empresa de control perteneciente al mismo sector, de acuerdo con la clasificación que realizó la Bolsa de Madrid para ese año, y con la capitalización bursátil más similar a fecha 31 de diciembre del año 1999, dado que el análisis a realizar será con datos de los cuatro años relativos al periodo 2000-2003<sup>14</sup>. Hemos considerado este periodo temporal para realizar el estudio y no los años inmediatamente posteriores a la fecha de privatización de cada empresa al considerar que el movimiento de gobierno corporativo empieza en España a finales de la década de los noventa y para poder también así homogeneizar el periodo de estudio para todas las empresas. La Tabla 1 refleja las empresas de la muestra y el sector del Índice General de la Bolsa de Madrid al que pertenecen.

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	Cepsa	Petróleo y Química
Telefónica	Europistas	Comunicaciones
Indra	Zeltia	Nuevas Tecnologías
Gas Natural	Iberdrola	Eléctricas
Aldeasa	Viscofan	Otras Industrias y Servicios
CSI-Aceralia <sup>(3)</sup>	Zardoya Otis	Metal-Mecánica
Tabacalera <sup>(4)</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) Aceralia, actualmente dentro del grupo Acerlor, fue privatizada en el año 1997.

(4) 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 sobre el valor y la rentabilidad empresarial a partir de la CNMV, de la Bolsa de Madrid, de los informes anuales y de los informes anuales de gobierno corporativo de las empresas de los ejercicios económicos 2000 al 2003. En algunas ocasiones las propias empresas nos facilitaron directamente información. El directorio “Who is Who”, la información sobre la trayectoria de los consejeros reflejada en los informes anuales de gobierno corporativo, la información que aparece en las memorias anuales de los holdings públicos sobre sus directivos o responsables o información pública sobre cargos políticos en nuestro país fue utilizada para identificar la presencia de políticos o ex-políticos o cargos públicos en el consejo de administración. Para el análisis de los blindajes se han utilizado los estatutos de las empresas y las bases de datos de la CNMV, y para el estudio de la transparencia los informes anuales y los informes anuales de gobierno corporativo de las empresas, así como sus páginas webs.

<sup>13</sup> A la hora de calcular este porcentaje no se ha podido tener en cuenta a Aldeasa dado que la empresa sale del IGBM en enero del 2006.

<sup>14</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.

### 3.2. VARIABLES EMPLEADAS Y METODOLOGIA

Tal y como muestra la Tabla 2 para el estudio de la relación entre la performance y las características de gobierno corporativo se han definido como variables representativas de la performance empresarial tres ratios: valor de mercado (VALOR), la rentabilidad económica (RE) y la rentabilidad financiera (RF). El valor de mercado es el cociente entre la suma del valor de mercado de los fondos propios más el valor contable de la deuda y el valor contable del activo total, la rentabilidad económica se define como el cociente entre el beneficio de explotación de la empresa y el volumen de activo total y la rentabilidad financiera es el cociente entre el resultado del ejercicio y el volumen de fondos propios (Tabla 2, Panel A). Los tres ratios han sido corregidos por la mediana sectorial. Como variables explicativas se ha considerado la participación de los miembros del consejo de administración (PARTCA)<sup>15</sup> y de los cinco grandes accionistas (5GRAN) como indicadores de la estructura de propiedad. El número de consejeros externos (PEXT) y el número de comisiones del consejo (COMISIONES) son las variables utilizadas como proxies de las características del consejo<sup>16</sup>. También consideramos la dualidad de cargos de presidente del consejo y máximo ejecutivo, y si hay políticos o ex políticos o cargos públicos en el consejo (CARGOS, POLITICOS, respectivamente) (Tabla 2, panel B).

Tabla 2: Variables de performance empresarial y gobierno corporativo

<b>Panel A: Variables dependientes</b>	
<b>VARIABLES</b>	<b>DESCRIPCIÓN</b>
VALOR DE MERCADO (VALOR)	Cociente entre la suma del valor de mercado de los fondos propios más el valor contable de la deuda y el valor contable del activo
RENTABILIDAD ECONOMICA (RE)	Cociente entre el beneficio de explotación de la empresa y el volumen de activo total
RENTABILIDAD FINANCIERA (RF)	Cociente entre el resultado del ejercicio de la empresa y el volumen de fondos propios.
<b>Panel B: Variables explicativas y de control</b>	
PARTCA	Participación de los miembros del consejo en el capital de la empresa
5GRAN	Participación de los cinco grandes accionistas en el capital de la empresa
PEXT	Número de consejeros externos del consejo de administración
COMISIONES	Número de comisiones del consejo
CARGOS	Variable dicotómica que toma valor 1 si el presidente del consejo coincide con el máximo directivo y 0 en caso contrario
POLITICOS	Variable dicotómica que toma valor 1 si en el consejo hay políticos o ex políticos y/o cargos públicos y 0 en caso contrario
TRANS	Índice del nivel de transparencia informativa de la empresa
BLINDAJES	Número de blindajes sobre los derechos de los accionistas
TIPO	Variable dicotómica que toma valor 1 si es una empresa privatizada y 0 en caso contrario
LVTAS	Logaritmo natural del nivel de ventas de la empresa
END	Nivel de endeudamiento total de la empresa (fondos ajenos / pasivo total)

<sup>15</sup> Se consideró como variables alternativas la participación de los consejeros con cargos ejecutivos y de los consejeros que pertenecen a un mismo grupo familiar. Sin embargo, al estar más correlacionadas con el resto de las variables, nos hemos quedado con la variable PARTCA. No obstante, los resultados no varían significativamente.

<sup>16</sup> Inicialmente se consideró la posibilidad de incluir otras dos variables, número de consejeros y número de reuniones del consejo, pero finalmente no se han incluido en el análisis al estar correlacionadas significativamente con varias variables, por su nula capacidad explicativa y también para evitar el problema de incluir demasiadas variables independientes dado nuestro tamaño muestral.

Se ha definido la variable TRANS que es un índice de la transparencia de la empresa sobre la información que ésta proporciona a través de sus informes anuales e informes de gobierno corporativo<sup>17</sup> y la variable BLINDAJES que indica el número de blindajes que tiene la empresa sobre los derechos de los accionistas. La variable TIPO, considerada como proxy del carácter anteriormente público de las empresas, toma valor uno si se trata de una empresa privatizada y cero en caso contrario<sup>18</sup>. Como variables de control se han utilizado el tamaño de la empresa medido como el logaritmo natural del volumen de ventas (LVTAS)<sup>19</sup> y el nivel de endeudamiento total de la empresa (END) (Tabla 2, Panel B).

La Tabla 3 presenta los estadísticos descriptivos de las variables utilizadas considerando la muestra total de empresas y todas las observaciones disponibles en el periodo de estudio (2000-2003). El valor está comprendido entre un 5,476 y -1,399, tomando un valor medio de 0,343. La rentabilidad media de las empresas de la muestra es de 1,318 por ciento, mientras que la rentabilidad financiera es del 4,536 por ciento. Las empresas parecen cumplir con las recomendaciones de Buen Gobierno, y en este sentido un 89 por ciento de los consejeros son externos y el número mediano de comisiones es de 3. En más de un 70 por ciento en el consejo de las empresas están presentes políticos o ex políticos o cargos públicos (79,80%) y en un 66 por ciento de los casos hay acumulación de cargos de presidente del consejo y máximo ejecutivo. La participación media de los cinco grandes accionistas y de los miembros del consejo en el capital es de un 48 y un 8 por ciento, respectivamente.

Tabla 3: Estadísticos descriptivos

<b>VARIABLES</b>	<b>Media</b>	<b>Mediana</b>	<b>Máximo</b>	<b>Mínimo</b>	<b>Desv. típica</b>
<i>VARIABLES DEPENDIENTES</i>					
VALOR N=102	0,343	0,026	5,476	-1,399	1,193
RE N=102	1,318	0	28,820	-14,501	5,818
RF N=102	4,536	0,907	92,072	-75,828	19,053
<i>VARIABLES EXPLICATIVAS</i>					
PARTCA N=100	8,340	0,887	62,755	0	15,257
5GRAN N=104	48,682	43,811	96,057	2,080	22,860
PEXT N=101	0,892	0,857	7	0,166	0,626
COMISIONES N=104	2,461	3	7	0	1,253
TRANS N=104	0,560	0,630	0,956	0,173	0,214
BLINDAJES N=104	0,247	0,272	0,545	0	0,141
<i>VARIABLES DE CONTROL</i>					
VTAS N=104	7280,787	1171,149	48762,22	26,552	11462,3
END N=104	32,625	0,816	92,514	0,107	35,665
<i>Otras variables explicativas</i>		<i>Porcentaje/(número) o observaciones</i>			
CARGOS		65,69%			
		(67)			
POLITICOS		79,80%			
		(79)			
TIPO		50%			
		(52)			

<sup>17</sup> Alternativamente, se considero un índice de transparencia en la página web considerando también la información que aparece en los documentos de la misma a fecha de enero del 2005; los resultados no varían. Se consideró la posibilidad de incluir alguna variable relativa a si la empresa dispone o no de reglamentos para el consejo, de un reglamento interno o si emite un Informe Anual de Gobierno o algún documento sobre las recomendaciones de Buen Gobierno. Sin embargo, esta información ya está incluida en la variable TRANS, por lo que para evitar incluir demasiadas variables explicativas dado nuestro tamaño muestral, finalmente no han sido tenidas en cuenta.

<sup>18</sup> Esta variable está correlacionada con la mayoría de las variables, pero dado que es una variable clave en el análisis a realizar la hemos considerado finalmente. No obstante, hemos repetido todas las estimaciones sin tenerla en cuenta y los resultados no varían significativamente en relación al resto de determinantes. Hemos considerado otras dos proxies del carácter anteriormente público, PARTESTADO que indica el porcentaje que conserva el Estado en el capital de la empresa tras la privatización y ESTADOACCION que es una variable dummy que toma valor uno si el Estado continúa participando en el capital de la empresa tras la privatización y/o dispone de la posibilidad de ejercer una acción de oro, y los resultados tampoco varían significativamente.

<sup>19</sup> Alternativamente, se ha utilizado la variable LACTIVO, medida como el logaritmo natural del activo total de la empresa. Los resultados son similares.

La Tabla 4 presenta las correlaciones bivariadas de las variables incluidas en el estudio. Las variables CARGOS y PARTCA están negativamente relacionadas, de modo que en aquellas empresas en las que hay una acumulación de cargos la participación de los miembros del consejo en el capital de la empresa es menor. Aquellas empresas con una estructura de propiedad más concentrada tienen una mayor participación en el capital de los consejeros, dada la relación positiva entre las variables 5GRAN y PARTCA. La variable COMISIONES está relacionada con varias de las variables explicativas<sup>20</sup>. Así, está correlacionada positivamente con la variable CARGOS y POLITICOS, de modo que las empresas que tienen un mayor número de comisiones tienen una mayor acumulación de cargos de presidente del consejo y máximo ejecutivo y es más probable encontrar un político o ex político o cargo público como consejero. Sin embargo, cuanto más concentrada sea la estructura de propiedad y mayor sea la participación en el capital de los miembros del consejo menor será el número de comisiones, dada la correlación negativa entre COMISIONES con 5GRAN y PARTCA, respectivamente.

Para contrastar la hipótesis planteada, es decir, la relación entre el valor y la rentabilidad de la empresa y el gobierno corporativo, dado que nuestro tamaño muestral (26 empresas) es pequeño para realizar un análisis de regresión lineal múltiple planteamos un pool de datos en el que la variable dependiente es la performance empresarial, medida alternativamente como valor, rentabilidad económica o rentabilidad financiera, y como variables independientes las variables explicativas y de control que se acaban de definir, a lo largo del periodo de tiempo 2000-2003 (26 empresas x 4 años, 104 posibles observaciones)<sup>21</sup>. El modelo objeto de contraste se define como sigue<sup>22</sup>:

$$\text{PERFORMANCE EMPRESARIAL} = a_0 + a_1 \text{PARTCA}^{23} + a_2 \text{5GRAN} + a_3 \text{PEXT} + a_4 \text{COMISIONES} + a_5 \text{CARGOS} + a_6 \text{POLITICOS} + a_7 \text{TRANS} + a_8 \text{BLINDAJES} + a_9 \text{TIPO} + a_{10} \text{LVTAS}^{24} + a_{11} \text{END} + e_{it}$$

---

<sup>20</sup> Se planteó la posibilidad de no tener en cuenta esta variable, pero al ser una de las variables de gobierno a la que los estudios empíricos y los Códigos de Buen Gobierno hacen referencia frecuentemente y dada su significatividad en los resultados, finalmente ha sido incluida en el análisis.

<sup>21</sup> Hemos repetido todas las estimaciones sin tener en cuenta a Amper y Acesa, empresas privatizadas en un único tramo en los años ochenta, al considerar que dentro del periodo objeto de estudio ya podían ser consideradas como “empresas privadas” y no empresas privatizadas al haber transcurrido un periodo de tiempo razonable desde la privatización. Los resultados no se ven afectados.

<sup>22</sup> Se han realizado distintas combinaciones de las variables explicativas teniendo en cuenta aquellas variables que eran alternativas para no introducirlas repetidamente en el modelo. Previamente, a la realización del análisis del pool, hemos intentado aplicar la metodología de datos de panel. Sin embargo, una vez aplicado el test de Hausman, y tras elegir el modelo de efectos fijos o aleatorios según correspondiese, alguno de los modelos no era significativo o su capacidad explicativa era muy baja, o bien no podíamos considerar varias de las variables al ser variables invariantes en el tiempo. Por ello, únicamente mostramos los resultados relativos al pool de datos.

<sup>23</sup> Alternativamente se han considerado las variables participación de los consejeros ejecutivos (PARTEJEC) y de los consejeros que pertenecen a un mismo grupo familiar (PARTFAM). Los resultados no varían.

<sup>24</sup> Alternativamente se ha considerado la variable LACTIVO. Los resultados son similares.

Tabla 4: Matriz de correlaciones bivariadas para las variables dependientes y explicativas

Variables	VALOR	RE	RF	PARTCA	5GRAN	PEXT	COMISIONES	CARGOS	POLITICOS	TRANS	BLINDAJES	TIPO	LVTAS
RE	0,331*** (0,000)												
RF	0,375*** (0,000)	0,575*** (0,000)											
5GRAN	-0,033 (0,740)	0,219** (0,027)	0,037 (0,707)										
PARTCA	0,321*** (0,001)	0,100 (0,322)	0,078 (0,442)	0,264*** (0,008)									
PEXT	-0,038 (0,707)	0,040 (0,665)	0,010 (0,917)	-0,080 (0,437)	0,009 (0,930)								
COMISIONES	-0,038 (0,697)	-0,138 (0,165)	-0,151 (0,129)	-0,290*** (0,003)	-0,602*** (0,000)	0,042 (0,680)							
CARGOS	-0,173* (0,084)	-0,152 (0,130)	-0,152 (0,130)	-0,370*** (0,000)	-0,138 (0,165)	0,061 (0,546)	0,276*** (0,005)						
POLITICOS	-0,614*** (0,000)	0,023 (0,819)	-0,120 (0,240)	-0,230 (0,025)	0,182* (0,071)	-0,170* (0,098)	0,002 (0,986)	0,173* (0,091)					
TRANS	0,014 (0,889)	-0,163 (0,101)	-0,054 (0,588)	-0,207** (0,038)	-0,590*** (0,000)	-0,001 (0,985)	0,550*** (0,000)	0,171* (0,085)	-0,035 (0,727)				
BLINDAJES	0,187* (0,059)	-0,102 (0,303)	0,049 (0,619)	0,029 (0,770)	-0,430*** (0,000)	-0,115 (0,251)	0,354*** (0,000)	0,004 (0,961)	0,039 (0,698)	0,255*** (0,008)			
TIPO	0,286*** (0,003)	0,036 (0,717)	0,008 (0,930)	-0,456*** (0,000)	-0,347*** (0,000)	-0,087 (0,348)	0,416*** (0,000)	-0,006 (0,948)	0,276*** (0,005)	-0,014 (0,889)	-0,006 (0,950)		
LVTAS	-0,273*** (0,000)	0,074 (0,456)	0,017 (0,858)	-0,431*** (0,000)	-0,158 (0,110)	-0,027 (0,789)	0,375*** (0,000)	0,147 (0,142)	0,568*** (0,000)	0,105 (0,287)	0,340*** (0,000)	0,258*** (0,008)	
END	-0,253*** (0,010)	-0,059 (0,550)	0,037 (0,710)	-0,407*** (0,000)	-0,364*** (0,000)	-0,081 (0,423)	0,414*** (0,000)	-0,060 (0,548)	0,248** (0,013)	0,315*** (0,001)	0,001 (0,989)	0,910*** (0,000)	0,207** (0,035)

Los p valores se indican entre paréntesis

\* Significativo estadísticamente al 10%

\*\*Significativo estadísticamente al 5%

\*\*\*Significativo estadísticamente al 1

#### 4. RESULTADOS

Tal y como muestra la Tabla 5 para las variables representativas de la rentabilidad de la empresa, el número de comisiones parece ser un factor explicativo, de modo que cuanto mayor sea el número de comisiones menor es la rentabilidad, dado el coeficiente negativo de esta variable. En el caso del valor esta variable nuevamente tiene signo negativo aunque no es estadísticamente significativa. Aunque inicialmente este resultado, parece estar en contradicción con las recomendaciones de Buen Gobierno, pues la existencia de comités especializados dentro de los consejos de administración, divide y especializa a los consejos, hay que tener en cuenta también que un número elevado de comisiones incrementa las necesidades de coordinación y supervisión del consejo (Klein, 1998; Kose y Lemma, 1998). Además la creación de comisiones per se no implica un mejor gobierno corporativo, sino que su composición y su labor serían las que llevarían a un mejor gobierno. Otro factor que parece influir en la performance es la presencia de políticos en el consejo de administración, al ser una variable significativa en las tres proxies utilizadas. Aquellas empresas en las que algún político o ex político es consejero tienen menor valor y rentabilidad. Los inversores pueden valorar negativamente la vinculación con el Estado si consideran que éste puede influir e interferir en el funcionamiento de las empresas, dado que el principal objetivo puede no ser la maximización del valor de la empresa.

El nivel de transparencia informativa (TRANS) parece tener un efecto positivo tanto sobre el valor como sobre la rentabilidad económica, dado el coeficiente positivo de esta variable, indicando que no sólo es importante el cumplimiento de las prácticas de Buen Gobierno sino también que las empresas lo transmitan al mercado. En el caso de la rentabilidad económica otros factores que deberían ser tenidos en cuenta son la participación en el capital de los consejeros (PARTCA) y el número de blindajes (BLINDAJES). La participación en el capital de los internos, de acuerdo con la hipótesis de alineamiento, puede tener un efecto positivo sobre la rentabilidad de la empresa, al igual que un menor número de blindajes. Además, tanto en el caso de la rentabilidad económica como financiera las empresas de mayor tamaño son las más rentables. Es necesario mencionar que la variable TIPO presenta siempre un signo positivo en los tres proxies de la performance empresarial pero no es estadísticamente significativa, de modo que no parece haber diferencias significativas en la valoración que el mercado hace ni en la rentabilidad empresarial entre las empresas privatizadas y no privatizadas. El hecho que ninguno de los dos tipos de empresas cumpla claramente con todas las recomendaciones de Buen Gobierno o la mayor importancia del propio gobierno sobre la naturaleza de las empresas puede ayudar a explicar el resultado anterior.

En resumen, respecto a que variables pueden influir en la performance, los resultados sugieren que un menor número de comisiones, una menor presencia de políticos o ex políticos como consejeros, un mayor nivel de transparencia o un mayor tamaño empresarial, son las variables de mayor poder explicativo del valor de mercado y la rentabilidad de las empresas. Otras variables, como la participación de los internos o el nivel de blindajes también deberían ser tenidas en cuenta. Asimismo, cabe señalar que tanto la valoración que hace el mercado como la rentabilidad empresarial parecen reflejar un efecto positivo del cumplimiento de alguna de las prácticas de gobierno corporativo de las empresas españolas y su forma de

adoptar decisiones, pero no su origen público o privado, al no haber diferencias significativas entre empresas privatizadas y no privatizadas.

Tabla 5: Relación entre el valor de la empresa y el gobierno corporativo

Variable	Reg. 1 (VALOR)	Reg. 2 (RE)	Reg.3 (RF)
Constante	0,655 (0,469)	-4,092 (0,416)	1,179 (0,948)
PARTCA	0,014 (0,115)	0,114** (0,034)	0,251 (0,203)
5GRAN	0,006 (0,422)	0,001 (0,963)	-0,031 (0,836)
PEXT	-0,228 (0,167)	0,190 (0,835)	-0,139 (0,967)
COMISIONES	-0,043 (0,760)	-1,672* (0,037)	-8,280*** (0,005)
CARGOS	0,077 (0,784)	0,369 (0,815)	2,839 (0,619)
POLITICOS	-2,059*** (0,000)	-3,942* (0,071)	-20,979*** (0,009)
TRANS	0,353** (0,049)	1,618*** (0,656)	4,792 (0,716)
BLINDAJES	1,960 (0,190)	-4,442** (0,419)	-7,992 (0,689)
TIPO	0,136 (0,785)	3,989 (0,389)	1,044 (0,917)
LVTAS	0,073 (0,403)	1,405*** (0,005)	3,790** (0,035)
END	0,001 (0,823)	-0,034 (0,389)	0,176 (0,224)
F	5,38***	2,30**	1,73*
R <sup>2</sup>	0,4344	0,1681	0,1690
N	89	89	89

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

## 5. 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 no privatizadas 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 y su influencia en la performance empresarial, comparando una muestra de empresas privatizadas con otra de control en el periodo de tiempo 2000-2003. Los resultados sugieren que un mayor número de comisiones o una mayor presencia de políticos o ex políticos como consejeros parecen influir negativamente sobre el valor de mercado y la rentabilidad de las empresas. Hay que resaltar el resultado encontrado con relación a la participación de los ex políticos en los consejos de administración, participación que no es infrecuente tanto en las empresas privatizadas, como no, y que parece llevar a un menor valor y rentabilidad de la empresa. Por otra parte, los resultados sugieren asimismo que la formación per sé de comisiones delegadas dentro del consejo no lleva a una mayor rentabilidad de la empresa. Factores como la composición de estas comisiones, sus atribuciones y actuación serían las que determinarían su posible efecto positivo sobre la marcha de las empresas. También se pone de manifiesto un efecto positivo de la transparencia informativa y del tamaño de la empresa sobre la performance. En conclusión, tanto la valoración que hace el mercado como la rentabilidad empresarial parecen reflejar un efecto positivo del cumplimiento de alguna de las prácticas de gobierno corporativo de las empresas españolas y su forma de adoptar decisiones, pero no su origen público o privado, al no haber diferencias significativas entre empresas privatizadas y no privatizadas.

## BIBLIOGRAFÍA

- Argimon, I.; Artola, C. y González-Páramo, J. (1999): Empresa pública y privada: titularidad y eficiencia relativa, *Moneda y Crédito*, 209: 45-93.
- Atanasov, V. (2005): How much value can blockholders tunnel? Evidence from the Bulgarian mass privatization auctions, *Journal of Financial Economics*, 76: 191-234
- Bai, C.; Liu, Q.; Song, F. y Zhang, J. (2004) : “Corporate governance and market valuation in China”, *Journal of Comparative Economics*, 32: 599-616.
- Barry, C. y Brown, S. (1985): “Differential information and security market equilibrium”. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 20: 407-422.
- Barth, E.; Gulbrandsen, T. y Schone, P. (2005): Family ownership and productivity: the role of the owner-management, *Journal of Corporate Finance*, 11: 107-127.
- Becht, 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.
- Blair, M. (1995): Ownership and control. Rethinking governance for the Twenty-First century. The brooking institution, Washington DC.
- Boubakri, N. y Cosset, J. (1998): The financial and operating performance of newly privatized firms: evidence from developing countries, *Journal of Finance*, vol. 53, núm. 3: 1081-1110.
- Boubakri, N., Cosset, J. y Guedhami, O. (2004): Post privatization corporate governance: the role of ownership structure and investor protection, *Journal of Financial Economics*, vol. 76, núm. 2: 369-399.
- Boubakri, N., Cosset, J. y Guedhami, O. (2005): Liberalization, corporate governance and the performance of privatized firms in developing countries, *Journal of Corporate Finance*, vol. 11, núm. 5: 767-790.
- Brown, J.; Earle, J. y Teledge, A. (2006): The productivity effects of privatization: longitudinal estimates from Hungary, Romania, Russia and Ukraine, *Journal of Political Economy*, vol. 114, núm. 1: 61-99.
- Canals, J. (2004): “Pautas de buen gobierno en los consejos de administración”. *Universia Business Review*, primer trimestre: 18-27

- Claessens, S. y Djankov, S. (1999): Ownership concentration and corporate governance in the Czech Republic, *Journal of Comparative Economics*, vol. 27, núm. 3: 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: 2741-2771.
- Cuervo, A. (1989): Situación económica y financiera de la empresa, evolución y perspectiva, en García Delgado, JL (Eds), España, Economía. Ed. Espasa-Calpe, Madrid, pp. 601-635.
- Dahya, J.; Pinkowitz, R. y Williamson, R. (2002): The Cadbury committee, corporate performance and top management turnover, *Journal of Finance*, 57: 461-483.
- Dahya, J. y McConnell, J. (2005): "Outside directors and corporate board decisions", *Journal of Corporate Finance*, 11: 37-60.
- De Miguel, A.; Pindado, J. y Torre, C. (2004): Ownership structure and firm value: new evidence from Spain, *Strategic Management Journal*, vol. 25, núm. 12: 1199-1207.
- DeFond, M. y Jiambalvo, J. (1994): "Debt covenant violation and the manipulation of accruals", *Journal of Accounting and Economics*, 17: 145-176.
- Denis, D. y McConnell, J. (2003): International corporate governance, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38: 1-36.
- Demsetz, H. (1983): The structure of ownership and the theory of the firm, *Journal of Law & Economics*, vol. XXVI: 375-390.
- Dewenter, K. y Malatesta, P. (2001): State-Owned and privately-owned firms: an empirical analysis of profitability, leverage and labour intensity, *American Economic Review*, 91: 320-334.
- Earle, J. y Telegdy, A. (2002): Privatization methods and productivity effects in Romanian industrial enterprises, *Journal of Comparative Economics*, vol. 30, núm. 4: 657-682.
- Estrin, S. (2002): Competition and corporate governance in transition, *Journal of Economics Perspectives*, vol. 16, núm. 1: 101-124.
- Fama, E. y Jensen, M. (1983): Separation of ownership and control, *Journal of Law and Economics*, 26: 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*, vol. XXII, núm. 3: 501-526.
- Frydman, R; Pistor, K. y Rapaczynski, A. (1999): Investing in insider-dominated firms: as study of Russian Voucher Privatization Funds en Frydman, Gray y Rapaczynski (Eds.), *Corporate Governance in Central Europe and Russia*. Central European University Press, Budapest.
- Harper, J. (2002): The performance of privatized firms in the Czech Republic, *Journal of Banking and Finance*, 26: 621-649.
- Hayes, R.; Mehran, H. y Schaefer, S. (2005): Board committee structures, ownership and firm performance. European Financial Management Association Conference. Milan, junio.
- 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*, vol. 32, núm. 2: 148-182.
- Holderness, C. y Sheehan, D. (1988): The role of majority shareholders in publicly held corporations, *Journal of Financial Economics*, 20: 317-346.
- Holderness, C. y Sheehan, D. (2000): Constraints on large shareholders en Mork, R. (Eds.): *Concentrated corporate ownership*, pp. 139-168. NBER Conference report. University of Chicago Press, Chicago.
- Jensen, M. (1983): Organization Theory and Methodology, *The Accounting Review*, 58: 319-339.
- Jensen, M. y Meckling, W. (1976): Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, 3: 305-360.
- Klein, A. (1998): Firm performance and board committee structure, *Journal of Law and Economics*, 41: 275-299.

- Klein, A. (2002a): Audit committee, board of director characteristic and earnings management, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 33, núm 3: 375-400.
- Kose, J. y Lemma, W. (1998): Corporate governance and board effectiveness, *Journal of Banking and Finance*, 22: 371-403.
- La Porta, R.; Lopez de Silanes, F. y Shleifer, A. (2002): Investor protection and corporate valuation, *Journal of Finance*, vol. 57, núm.3: 1147-1170.
- Lee, C.; Rosentein, S.; Rangan, N. y Davidson, W. (1992): Board composition and shareholder wealth. The case of management buyouts, *Financial Management*, 21: 58-72
- Lins, K. (2003): "Equity ownership and firm value in emerging markets", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38: 159-184.
- Maher, M. y Anderson, T. (2000): Convergence and diversity of corporate governance regimens and capital markets. Oxford University Press, Oxford.
- Mak, Y. y Kusnadi, Y. (2005): "Size really matters: further evidence on negative relationship between board size and firm value", *Pacific-Basic Finance Journal*, vol. 13, núm. 3: 301-318.
- Meggison, 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: 403-452.
- Meggison, W. y Netter, J. (2001): From the State to market: a survey of empirical studies on privatization, *Journal of Economic Literature*, 39: 321-389.
- Melle, M. (1999): Algunos resultados efectivos de las privatizaciones en España: una primera aproximación, *Economía Industrial*, 330: 141-158.
- Morck, R; Shleifer, A. y Vishny, R. (1988): Managements ownership and market valuation: an empirical analysis, *Journal of Financial Economics*, 27: 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: 431-457.
- Qi, D.; Wu, W. y Zhang, H. (2000): Shareholding structure and corporate performance of partially privatized firms: evidence from listed Chinese companies, *Pacific Basic Finance*, 8 (5): 587-610.
- Romero, A.M. (2005): Cambios en la iniciativa emprendedora de las empresas privatizadas en España. Tesis Doctoral. Universidad Complutense
- Rosestein, S. y Wyatt, J. (1990): Outside directors, board independence, and shareholder wealth, *Journal of Financial Economics*, 26: 175-191.
- Sheilfer, A. y Vinshy, R. (1997): A survey of corporate governance, *Journal of Finance*, 52: 737-783.
- Vafeas, N. (1999): Board meeting frequency and firm performance, *Journal of Financial Economics*, 53: 113-142.
- Vafeas, N. y Theodoru, E. (1998): The association between board structure and firm performance in the UK, *British Accounting Review*, 30: 383-407.
- Villalonga, B. (2000): Privatization and efficiency: differentiating ownership effects from political, organizational and dynamics effects, *Journal of Economic Behaviour & Organization*, 42: 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: 107-126.
- Weisbach, M. (1988): Outside directors and CEO turnover, *Journal of Financial Economics*, 20: 431-460.
- 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: 295-316.