

Gobierno de las empresas españolas: privatizadas versus no privatizadas¹

Laura Cabeza García* • Silvia Gómez Ansón**

*Universidad de León • **Universidad de Oviedo

RECIBIDO: 30 de enero de 2007

ACEPTADO: 19 de enero de 2008

Resumen: En este trabajo se realiza un estudio comparativo de la estructura de gobierno de las empresas españolas privatizadas por medio de oferta pública de venta y una muestra de control de empresas cotizadas, para el período 2000-2003. En concreto, se analiza si existen diferencias significativas en las dos muestras en la estructura de propiedad y en el funcionamiento del consejo de administración. Los resultados sugieren que en las empresas privatizadas hay una menor participación en el capital de los consejeros ejecutivos y de las familias. Además, como sería de esperar, las empresas privatizadas muestran un mayor número de comisiones y de reuniones del consejo, y una mayor presencia de políticos o ex-altos cargos públicos en puestos del consejo de administración.

Palabras clave: Privatización / OPV / Gobierno corporativo.

Governance of Spanish Firms: Privatised Versus Non-Privatised

Abstract: This paper compares the corporate governance characteristics between Spanish firms that were privatised through public offerings and a control sample of quoted companies during the period 2000-2003. Specifically, we analyse the differences in the firms' ownership structure and the characteristics of the Board of Directors. The results suggest that executive directors and family groups hold fewer stakes in privatised firms. Furthermore, as expected, divested firms present a higher number of committees and meetings and a higher probability of politicians or ex-politicians as members of the Board.

Key Words: Privatisation / Public offering / Corporate governance.

INTRODUCCIÓN

Durante las últimas décadas del siglo pasado los procesos de privatización han sido un importante fenómeno económico en todo mundo. 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, 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 han sido privatizadas por medio de ofertas públicas de venta (OPVs). Así, en el período 1985-2006 de un total de 178 procesos de privatización, 137 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 venta². 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. Así, a mediados del año 2007, las empresas privatizadas por medio de OPV representaban aproximadamente el 44 por ciento de la capitalización total del IGBM, y el 50 por ciento de la capitalización del Índice IBEX 35.

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 hace necesaria la implantación de una serie de mecanismos alineadores y supervisores de la ac-

tuación 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). El correcto funcionamiento de estos mecanismos de control, y en general, la importancia atribuida al gobierno corporativo, ha cobrado especial relevancia en los últimos años a partir de escándalos financieros como el de Enron (Galan, 2002).

Además de este problema de agencia, accionistas-directivos, en una elevada proporción de las empresas cotizadas a nivel mundial, la dispersión de la propiedad es escasa, lo que conlleva que el conflicto de agencia más frecuente sea el de accionistas mayoritarios versus minoritarios. Es éste el caso de España, donde según el reciente informe de gobierno de la CNMV el porcentaje de capital flotante de las empresas cotizadas en el año 2006 fue 38,3 por ciento (38,7 en 2005) de las acciones en circulación (CNMV, 2007).

En el caso de las empresas privatizadas el gobierno corporativo puede 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 de mejorar 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 reestructuración de la empresa antes del cambio de propiedad (Dewenter y Malatsta, 2001), o el gobierno corporativo (Boubakri *et al.*, 2004).

Algunos autores han tratado de estudiar la relación entre la estructura de gobierno corporati-

vo de las empresas privatizadas y su *performance* tras la privatización, aunque en este sentido los estudios no son muy numerosos. Boubkari y Cosset (1998) o Boubkari *et al.* (2005) sugieren un vínculo entre los cambios en la estructura de propiedad de las empresas privatizadas y su rendimiento empresarial, y 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.

Sin embargo, hay que considerar que aunque sería de esperar que la privatización supusiese un cambio en el gobierno corporativo de las empresas privatizadas, éstas como consecuencia de la herencia de algunas características del pasado, pueden presentar una estructura de gobierno diferente al resto de las empresas privadas (presencia del Estado como accionista, o existencia de acciones de oro).

Nuestro trabajo pretende profundizar en las características del gobierno corporativo de las grandes empresas españolas privatizadas, así como analizar posibles diferencias entre las prácticas de gobierno de las empresas privadas y aquellas anteriormente públicas, una vez que han pasado de manos públicas a manos privadas. 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 período de tiempo 2000-2003. Hasta este momento los estudios empíricos sobre privatizaciones para el caso español, han analizado la *performance* de empresas públicas versus empresas privadas (Cuervo, 1989; Argimon *et al.*, 1999), la *performance* de las empresas pre versus post-privatización (Melle, 1999; Villalonga, 2000; Hernández de Cos *et al.*, 2004; Cabeza y Gómez, 2007) y su comportamiento innovador antes y después de la privatización (Romero, 2005). A nivel internacional también son escasos los estudios que analizan el gobierno corporativo de las empresas privatizadas.

Los resultados del estudio muestran que existen algunas diferencias en la estructura de pro-

iedad y en las características del consejo de administración entre las empresas españolas privatizadas y no privatizadas. Así, en las empresas privatizadas hay una menor participación de los consejeros ejecutivos y de las familias en el capital. Aunque podría argumentarse que sería de 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, la creación de núcleos duros en los procesos de privatización por OPV, parece haber provocado justo el efecto contrario. Por otra parte, las empresas privatizadas sí parecen seguir en mayor medida que las empresas no privatizadas algunas de las recomendaciones de Buen Gobierno; ello podría explicarse por su intención de desvincularse del Estado y quizás de transmitir una imagen de cambio y transparencia a los inversores sobre todo en el momento de la OPV. Así, presentan un mayor número de comisiones dentro del consejo y un mayor número de reuniones del consejo y de las comisiones. Se observa además que como consecuencia de su anterior carácter público, en las empresas privatizadas hay un mayor número de políticos y/o ex políticos o cargos públicos que ocupan asientos en el consejo, y en algunas ocasiones el Estado continúa ejerciendo su influencia participando en el capital de las empresas o al disponer de la posibilidad de ejercer la acción de oro.

El trabajo se ha estructurado como sigue: en la segunda sección se analiza la relación entre los procesos de privatización y el gobierno corporativo, y se enuncian las hipótesis a contrastar. En la tercera sección se presentan la base de datos, las variables y la metodología empleada en el estudio. La penúltima sección analiza los resultados del estudio y, finalmente, en la última sección se establecen las principales conclusiones del trabajo.

PRIVATIZACIÓN Y GOBIERNO 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 inviertan en las empresas tengan la confianza y seguridad de que obtendrán un rendimiento adecuado a su inversión y que se les devolverá dicha inversión.

En este contexto del gobierno corporativo, 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 corporativo, al conllevar un cambio drástico en la estructura de propiedad de las empresas, y permitir ver como los mecanismos de control interactúan y afectan al valor de la empresa (Denis y McConell, 2003). Así, entre los factores que ayudarían a explicar los previsibles 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 control³, pueden jugar un papel más importante que en las empresas privadas, pues las anteriormente empresas públicas tienen que cambiar casi por completo su funcionamiento para cumplir el objetivo económico de maximización del beneficio empresarial, y mejorar su eficiencia. Aunque con la privatización se eliminen los posibles costes de agencia asociados al doble nivel de agencia (votantes-gobierno, gobierno-gestores) presente en las empresas públicas, desaparezcan po-

sibles 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. Es decir, sería necesario analizar factores que podrían explicar el éxito de la privatización: el cambio en la estructura de propiedad, tanto en lo referente al grado de concentración accionarial como a la naturaleza de los grandes accionistas, o los cambios en los órganos de gestión, especialmente en el consejo de administración, si se considera el papel de control y supervisión que desempeña sobre la actuación directiva, una vez que la empresa está sometida a la disciplina del mercado.

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

Adicionalmente, entre los objetivos que han perseguido los procesos de privatización se incluyen los motivos políticos (Cuervo, 1995). Las razones de tipo político se refieren a la disminución del papel del Estado en la economía, pues se presume que los mercados llevan a cabo una asignación más eficiente de los recursos. Además, se persigue dar una mayor participación en

la propiedad a los inversores institucionales y grandes accionistas, creando lo que ha venido a llamarse los núcleos duros y evitar así perder el “control nacional”⁴ de las empresas privatizadas y, por otra parte, aumentar la participación de los accionistas minoritarios, fomentando de esta manera el llamado “capitalismo popular”. Los resultados de Boubakri *et al.* (2004) apoyan esta idea al encontrar que la disminución de la participación en el capital del Estado es compensada por un aumento de la participación en el capital de instituciones e inversores nacionales, concentrándose la propiedad a lo largo del tiempo.

Considerando estos argumentos referidos al objetivo del Estado de crear el “capitalismo popular” y a su deseo de superar la resistencia de los internos al proceso privatizador, sería de esperar que las empresas privatizadas tengan una mayor participación de los internos en el capital y una estructura de propiedad menos concentrada⁵. Así, planteamos como primera hipótesis:

- *H₁: La participación de los consejeros internos en el capital de la empresa y la dispersión de la propiedad serán mayores en las empresas privatizadas.*

Como consecuencia del cambio en la estructura de propiedad otros mecanismos internos de control de las empresas también podrían cambiar, en especial, el consejo de administración. Entre los factores que pueden influir en su capacidad de control se encuentran su tamaño (Jensen, 1983; Eisenberg *et al.*, 1998; Xie *et al.*, 2003), su composición (Weisbach, 1988; Rosenstein y Wyatt, 1990; Dahya *et al.*, 2002), la separación de funciones entre el presidente del consejo y el primer ejecutivo (Brickley *et al.*, 1997; Shivdasani y Yermack, 1999), la existencia de comisiones especializadas (Kose y Lemma, 1998; Klein, 1998, 2002a, 2002b), o el número de reuniones del consejo y de las comisiones (Vafeas, 1999). Además, la mayoría de los Códigos de Buen Gobierno se refieren como buenas prácticas de gobierno a la emisión de un reglamento del consejo de administración, de un reglamento interno de conducta y de un informe anual de gobierno corporativo.

La estructura de propiedad y las características del consejo de administración están fuerte-

mente correlacionadas y dependen de características de la empresa, como por ejemplo, el tamaño, el endeudamiento o las oportunidades de inversión (Denis y Sarin, 1999). Aunque sería de esperar que las características del consejo de administración de las empresas privatizadas y el resto de empresas privadas de su mismo sector y tamaño sean similares, puede no ser así, si se tiene en cuenta que el gobierno corporativo de las empresas privatizadas puede influir significativamente en el éxito de la privatización. Las empresas privatizadas para transmitir al mercado su cambio en el funcionamiento empresarial pueden tratar de mostrar estructuras de gobierno “mejores”, es decir, que cumplan en mayor medida con los Códigos de Buen Gobierno.

Estos Códigos (Olivencia del año 1998, Aldama del año 2003 y el Proyecto de Código Unificado en España del año 2006) recomiendan tamaños de consejos no elevados, una presencia significativa de consejeros externos, la existencia de comisiones en los consejos, la separación de cargos de presidente del consejo y máximo ejecutivo de la empresa, o la compensación de poderes si el presidente es el máximo ejecutivo, y una adecuada frecuencia de reuniones. Además, la aprobación de un reglamento para el consejo de administración, de un reglamento interno de conducta y la publicación de un informe anual de gobierno corporativo⁶ son otras 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 cumplan más frecuentemente con “las buenas prácticas de gobierno corporativo”. 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 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:

- *H₂: Las empresas privatizadas adoptarán mejores “prácticas de gobierno corporativo”, teniendo un consejo de menor tamaño, un mayor porcentaje de consejeros externos (independientes)⁷, 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. Por otro lado, emitirán más frecuentemente que el resto de las empresas privadas un reglamento del consejo de administración y un código interno de conducta, y publicarán en mayor proporción informes anuales de gobierno corporativo.*

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 nuestra última hipótesis:

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

BASE DE DATOS, VARIABLES Y METODOLOGÍA

BASE DE DATOS

La base de datos del estudio está compuesta por todo el conjunto de empresas españolas que fueron privatizadas por medio de una oferta pública de venta en el período 1985-2003 y forman parte del IGBM, un total de 14 empresas⁸. Esta muestra utilizada representaba aproximadamente el 48 por ciento de la capitalización total del IGBM a finales del año 1999, cifra que se sitúa en el 44 por ciento a mediados del año 2007⁹. Para cada una de las empresas privatizadas se eligió una empresa de control perteneciente al mismo sector, de acuerdo con la clasificación de la Bolsa de Madrid, y con la capitalización bur-

sátel más similar a fecha 31 de diciembre del año 1999, dado que el análisis a realizar será con datos de cuatro años relativos al período 2000-2003¹⁰. Hemos considerado este período 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 (el código Olivencia fue promulgado en febrero del año 1998) y poder así también homogeneizar el período 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. Teniendo en cuenta que este emparejamiento de empresas, dado el pequeño tamaño de nuestra muestra, puede conducir a algún tipo de sesgo hemos construido adicionalmente otra muestra de control compuesta por todas las empresas que pertenecen al mismo sector que las empresas privatizadas. Utilizando esta muestra de control alternativa hemos repetido todas las estimaciones y encontramos que los resultados no varían significativamente. Por ello, en el resto del artículo se muestran los resultados relativos a la primera muestra de control considerada¹¹.

Tabla 1.- Composición de la muestra

EMPRESAS PRIVATIZADAS	EMPRESAS DE CONTROL	SECTOR DEL IGBM(1)
Amper	Zeltia	Nuevas Tecnologías
Acesa (2)	Europistas	Comunicaciones
Ence	Cepsa	Petróleo y Químicas
Endesa	Iberdrola	Eléctricas
Repsol	Cepsa	Petróleo y Química
Argentaria (3)	Banco Popular	Bancos y Financieras
Telefónica	Europistas	Comunicaciones
Indra	Zeltia	Nuevas Tecnologías
Gas Natural	Iberdrola	Eléctricas
Aldeasa	Viscofan	Otras Industrias y Servicios
CSI-Aceralia (4)	Zardoya Otis	Metal-Mecánica
Tabacalera (5)	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 y las características del consejo de administración 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.

VARIABLES EMPLEADAS Y METODOLOGÍA

De acuerdo con el objetivo planteado, el análisis descriptivo y la comparación entre el gobierno de empresas privatizadas y no privatizadas, las variables relativas a la estructura de propiedad se refieren a la participación de los miembros del consejo en el capital de empresa (*PARTCA*) y, también a la participación en el capital de los consejeros ejecutivos y de los consejeros de una misma familia (*PARTEJEC*, *PARTFAM*). También se ha tenido en cuenta el nivel de free float de la empresa (*FREE FLOAT*), la participación del primer gran accionista en el capital de la empresa (*IGRAN*), así como la de los tres y cinco principales accionistas (*3GRAN*, *5GRAN*) (tabla 2, panel A)¹².

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 según el

tipo de comisión (de auditoría –CAUDIT–, de nombramiento y retribuciones –CNOMB–, y ejecutiva o delegada –CEJEC–). 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 (*CARGOS*, *SECRETARIO*). Se han definido también variables relativas al número de reuniones del consejo de administración y de las comisiones (*REUNCA*, *REUNCAUDIT*, *REUNCNOMB*, *REUNCEJEC*). Otra variable dicotómica toma valor uno si algún consejero tiene o ha tenido algún cargo político y/o público (*POLITICOS*). Respecto a los documentos relativos al Buen Gobierno hemos considerado la existencia de un reglamento para el consejo de administración (*REGCA*), de un reglamento interno de conducta (*REGINT*) y la publicación de un informe anual de gobierno o en su defecto de algún documento en el que la empresa haga una evaluación del cumplimiento de las recomendaciones del Código Olivencia (*IGC*).

<i>OTROS</i>	Nº de otro tipo de consejero
<i>PEXT</i>	Porcentaje de consejeros externos del consejo de administración
<i>CARGOS</i>	Variable dicotómica que toma valor 1 si el presidente del consejo coincide con el máximo directivo y 0 en caso contrario
<i>SECRETARIO</i>	Variable dicotómica que toma valor 1 si el secretario es vocal y 0 en caso contrario
<i>POLITICOS</i>	Variable dicotómica que toma valor 1 si en el consejo hay políticos o ex políticos y/o cargos públicos y 0 en caso contrario
<i>CAUDIT</i>	Variable dicotómica que toma valor 1 si la empresa dispone de una comisión de auditoría y 0 en caso contrario
<i>CNOMB</i>	Variable dicotómica que toma valor 1 si la empresa dispone de una comisión de nombramiento y 0 en caso contrario
<i>CEJEC</i>	Variable dicotómica que toma valor 1 si la empresa dispone de una comisión ejecutiva y 0 en caso contrario
<i>REGCA</i>	Variable dicotómica que toma valor 1 si la empresa dispone de un reglamento para el consejo de administración y 0 en caso contrario
<i>REGINT</i>	Variable dicotómica que toma valor 1 si la empresa dispone de un reglamento interno de conducta y 0 en caso contrario
<i>IGC</i>	Variable dicotómica que toma valor 1 si la empresa publica un informe anual de gobierno o algún documento sobre las recomendaciones de Buen Gobierno y 0 en caso contrario

Tabla 2.- Variables de gobierno corporativo

VARIABLES	DESCRIPCIÓN
PANEL A: ESTRUCTURA DE PROPIEDAD	
<i>PARTCA</i>	Participación de los miembros del consejo en el capital de la empresa
<i>PARTEJEC</i>	Participación de los consejeros-ejecutivos en el capital de la empresa
<i>PARTFAM</i>	Participación de los miembros de una familia en el capital de la empresa
<i>PARTESTADO</i>	Porcentaje retenido por el Estado en el capital tras la privatización
<i>FREE FLOAT</i>	Porcentaje de free float (100 por ciento del capital menos la participación de los accionistas que tienen una participación superior al 5 por ciento)
<i>1GRAN</i>	Participación del principal accionista en el capital de la empresa
<i>3GRAN</i>	Participación de los tres grandes accionistas en el capital de la empresa
<i>5GRAN</i>	Participación de los cinco grandes accionistas en el capital
PANEL B: CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN	
<i>TAMCA</i>	Nº consejeros
<i>REUNCA</i>	Nº reuniones del consejo
<i>COMISIONES</i>	Nº comisiones del consejo
<i>REUNCAUDIT</i>	Nº reuniones de la comisión de auditoría
<i>REUNCNOMB</i>	Nº reuniones de la comisión de nombramiento
<i>REUNCEJEC</i>	Nº reuniones de la comisión ejecutiva
<i>EJEC</i>	Nº consejeros ejecutivos
<i>DOMINC</i>	Nº consejeros dominicales
<i>INDEP</i>	Nº consejeros independientes

Para contratar las tres 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 y al funcionamiento del consejo de administración. Para las variables de tipo cuantitativo hemos aplicado la prueba t de igualdad de medias para muestras no relacionadas¹³ y el test no paramétrico de la U de Mann-Whitney, mientras que para las variables dicotómicas hemos utilizado el estadístico exacto de Fisher¹⁴. El análisis estadístico se realiza considerando el valor medio de las variables analizadas en el período de tiempo 2000-2003¹⁵.

RESULTADOS

ESTRUCTURA DE PROPIEDAD

La participación de los consejeros en el capital de las sociedades (*PARTCA*) es siempre superior y estadísticamente significativa en el caso de

las empresas no privatizadas. Así, la participación del consejo en el capital toma un valor mediano de 0,679 por ciento para las empresas privatizadas y de 11,040 por ciento para las no privatizadas, 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 en el caso de las empresas privatizadas. Los consejeros ejecutivos (*PARTEJEC*), aquellos que desempeñan cargos directivos en la empresa, poseen una mayor participación en el caso de las empresas de control, aunque únicamente existen diferencias significativas al nivel de 10 por ciento (tabla 3).

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. En las empresas privatizadas la participación media de los grupos familiares es 0,014, mientras que en el caso de la muestra de control se eleva al 3,207 por ciento (diferencia significativa al 5 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 por término medio un 5 por ciento (valor mediano cero) del capital

de las empresas¹⁶, siendo esta diferencia estadísticamente significativa al nivel del 1 por ciento.

Tal y como muestra la tabla 3 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 media del primer gran accionista (*IGRAN*) está en torno al 20 por ciento en el caso de las empresas privatizadas y el 30 por ciento en la muestra de control, siendo en ambos casos la participación media de los cinco mayores accionistas (*5GRAN*) superior al 40 por ciento. Aunque parece haber una mayor concentración accionarial en las empresas no privatizadas, las diferencias en la participación de los cinco grandes accionistas o en el nivel de free float sólo son significativas al nivel del 10 por ciento, por lo que debemos ser cautos a la hora de confirmar la segunda parte de la hipótesis 1 que predecía una mayor dispersión en la propiedad de las empresas privatizadas¹⁷. Por tanto, en la privatización de las empresas públicas parece haber predominado el interés de mantener el control de las empresas privatizadas en manos nacionales a través de la creación de núcleos duros.

En lo que se refiere a la tipología de los accionistas con participaciones significativas, en las empresas privatizadas en todos los años del período de tiempo analizado 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 la natura-

Tabla 3.- Estructura de propiedad (2000-2003)

VARIABLE	EMPRESAS PRIVATIZADAS		EMPRESAS DE CONTROL		DIFERENCIA		Z	
	Media	Mediana	Media	Mediana	Medias	Medianas	t-Student	U Mann-Whitney
PARTICIPACION DE LOS INTERNOS								
<i>PARTCA</i> N=14	1,477	0,679	15,085	11,040	13,608	10,361	2,944**	38***
<i>PARTEJEC</i> N=14	0,049	0,006	5,471	0,046	5,422	0,040	1,601	59,5*
<i>PARTFAM</i> N=14	0,014	0	3,207	0	3,193	0	1,725	62**
<i>PARTESTADO</i> N=14	5,003	0	0	0	-5,003	0	-2,143*	56***
CONCENTRACION								
<i>FREE FLOAT</i> N=14	64,112	62,245	49,556	39,056	-14,556	-23,189	-1,735*	57*
<i>IGRAN</i> N=14	20,354	17,004	29,326	30,997	8,972	13,993	1,670	61*
<i>3GRAN</i> N=13	33,767	34,026	50,100	61,713	16,333	27,687	2,160**	54**
<i>5GRAN</i> N=13	40,050	40,863	54,510	61,994	14,460	21,131	1,829*	56*
* Significativo estadísticamente al 10% ; **Significativo estadísticamente al 5% ; ***Significativo estadísticamente al 1%.								

leza del primer gran accionista (una entidad financiera, una no financiera o un grupo familiar) de unos años a otros. 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 sí lo hacen en un 28,571 por ciento de los casos).

En resumen, parece que los gobiernos en cierto modo pueden haber perseguido uno de los objetivos políticos de las privatizaciones, el llamado capitalismo popular, lo que puede explicar la mayor dispersión de la propiedad de las empresas privatizadas frente a las empresas no privatizadas, aunque la diferencia en el grado de dispersión entre uno y otro tipo de empresas no es estadísticamente significativa. Por el contrario, 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. Por tanto, parece más claro el hecho de que la estructura de propiedad de las empresas privatizadas en comparación con las empresas de control refleja el deseo o el objetivo de los gobiernos de crear núcleos duros para mantener el control de las mismas.

FUNCIONAMIENTO DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN

En segundo lugar procedemos a analizar las características de la composición¹⁸ 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 13 consejeros. Estos valores son ligeramente superiores a los de las empresas de la muestra de control (14 y 12 consejeros, respectivamente), aunque no existen diferencias significativas (tabla 4).

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, el número de reuniones del consejo en las empresas privatizadas fue por término medio 11,895 y en las no privatizadas 2,589, 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 algunas de las recomendaciones en materia de gobierno corporativo, quizás con el objetivo de transmitir al mercado el cambio en su funcionamiento. En cuanto a la composición de los consejos de administración, en ambos tipos de empresas dominan los consejeros externos, teniendo los consejeros independientes (*INDEP*) un mayor peso dentro de éste órgano societario en el caso de las empresas privatizadas (7,269 consejeros por término medio) y los dominicales (*DOMINIC*) en el caso de las empresas de control (7,266 consejeros por término medio). Sin embargo, no existen diferencias significativas en la composición del consejo entre ambas muestras.

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 en el caso de las empresas de control, mientras que el secretario es un consejero en un mayor porcentaje en el caso de las empresas privatizadas, aunque no existen diferencias significativas entre las dos muestras en ambos casos (tabla 5)¹⁹. Las empresas privatizadas también tienen en un mayor porcentaje (o en el mismo) un reglamento para el consejo de administración, un reglamento interno de conducta y emiten algún documento o informe sobre las recomendaciones de Buen Gobierno. Sin embargo, únicamente existen diferencias significativas en la adopción de un reglamento del consejo y al nivel del 10 por ciento.

Tabla 4.- Características y funcionamiento del consejo de administración (2000-2003)

VARIABLE	EMPRESAS PRIVATIZADAS		EMPRESAS DE CONTROL		DIFERENCIA		Z	
	Media	Mediana	Media	Mediana	Medias	Medianas	t-Student	U Mann-Whitney
TAMAÑO Y REUNIONES DEL CONSEJO Y COMISIONES								
TAMCA N=14 N=14	14,589	13,250	14,190	11,875	-0,399	-1,375	-0,226	79,5
REUNCA N=12 N=12	11,895	12,125	2,589	2,166	-9,306	-9,959	-4,498***	10,5***
COMISIONES N=14 N=14	3,160	3	3,071	2,125	-0,089	-0,875	-2,609**	46**
REUNCAUDIT N=12 N=12	6,256	6,125	3,430	2,375	-2,826	-3,750	-2,747**	33**
REUNCNOMB N=12 N=11	6,048	5,375	4,560	3,500	-1,488	-1,875	-0,993	42
REUNCEJEC N=9 N=10	12,787	11,333	12,333	8,666	-0,454	-2,667	-0,090	34
COMPOSICIÓN DEL CONSEJO								
EJEC N=14 N=14	2,053	1,750	2,017	2,416	-0,036	0,666	-0,101	98
DOMINIC N=13 N=10	4,891	5	7,266	5,550	2,375	0,550	1,333	49,5
INDEP N=13 N=10	7,269	6,250	5,366	4,250	-1,903	-2	-1,065	42
OTROS N=14 N=11	0,220	0,125	0,727	0	0,507	-0,125	1,227	70
PEXT N=14 N=14	0,826	0,853	0,777	0,813	-0,049	-0,040	-1,097	81

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

Tabla 5.- Características y funcionamiento del consejo de administración II (2000-2003)

VARIABLE	EMPRESAS PRIVATIZADAS	EMPRESAS DE CONTROL	FISHER
DE LOS CARGOS DEL CONSEJO			
	%	%	
CARGOS N=14 N=14	64,285	71,428	0,164
SECRETARIO N=14 N=14	21,428	7,142	1,167
POLITICOS N=14 N=14	85,714	64,285	5,306**
COMISIONES DEL CONSEJO			
	%	%	
CAUDIT N=14 N=14	100	100	(a)
CNOMB N=14 N=14	100	78,571	3,360
CEJEC N=14 N=14	78,571	71,428	0,190
DOCUMENTOS			
REGCA N=14 N=14	92,857	57,142	4,762*
REGINT N=14 N=14	100	100	(a)
IGC N=14 N=14	100	100	(a)

(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%.

No encontramos una disminución a lo largo del período 2000-2003 del porcentaje de políticos consejeros 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, tal y como establecía la hipótesis 3.

En resumen, el análisis de los resultados referidos al funcionamiento y características de los consejos de administración de las empresas privatizadas versus no privatizadas sugiere que las empresas privatizadas si tienen un mayor número de comisiones y mantienen más reuniones del consejo y de las comisiones. Además, las empresas privatizadas adoptan en mayor medida un reglamento del consejo. Estos resultados, nos per-

miten apoyar parcialmente la hipótesis 2 que establecía que las empresas privatizadas adoptarían en mayor medida que las empresas no privatizadas las recomendaciones de Buen Gobierno para transmitir al mercado el cambio en su funcionamiento y captar nuevos inversores.

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 privati-

zador. 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. En las empresas privatizadas el gobierno corporativo puede jugar un papel decisivo en el propio proceso privatizador y en su éxito posterior.

Los estudios españoles 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. También son escasos los estudios sobre el gobierno corporativo de las empresas privatizadas a nivel internacional, tal y como señalan Megginson y Netter (2001) en su revisión de la literatura.

Nuestro trabajo pretende contribuir a esta línea de investigación analizando si las empresas privatizadas presentan diferentes estructuras de gobierno corporativo que las empresas no privatizadas. Trabajos previos, como el de Cabeza y Gómez (2007a) sugieren que las empresas privatizadas cambian sus estructuras de gobierno tras la privatización, pero lo que cabe preguntarse es si las estructuras de gobierno que adoptan son similares a las del resto de empresas, o si por el contrario, difieren.

Con este objetivo, en este trabajo se realiza un estudio de dos de los mecanismos de control internos, la estructura de propiedad y el consejo de administración, comparando una muestra de empresas privatizadas con otra de control en el período 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 parecen tener una estructura de gobierno similar a la del resto de empresas de su entorno, aunque si se observan algunas diferencias. En lo que se refiere a la estructura de propiedad, hay una mayor participación tanto por parte de los consejeros ejecuti-

vos 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 encuentran, por el contrario diferencias significativas en el tamaño del consejo, en su composición o en la separación de cargos.

Estos resultados sugieren una estructura de propiedad similar, 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.

El estudio muestra, por tanto, que la herencia pasada de las empresas y las propias características del proceso privatizador influyen, como sería de esperar, en su estructura de propiedad, así como en algunas características de sus consejos de administración. Cabe preguntarse si estas características se mantienen en un horizonte temporal amplio, y en que medida, estas características podrían influir en el funcionamiento empresarial. Futuros estudios en este ámbito nos ayudarán a entender en mayor medida la interrelación entre el gobierno corporativo y privatización, tema de investigación con pocas aportaciones empíricas hasta el momento (Megginson y Netter, 2001).

NOTAS

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

Los autores agradecen los comentarios y sugerencias del evaluador anónimo y del coordinador del monográfico, el profesor José Ignacio Galán, que han ayudado a mejorar la versión inicial del trabajo.

2. 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.
3. Una revisión de estos mecanismos supervisores se encuentra en Shleifer y Vishny (1997), Maher y Anderson (2000) y Denis y McConnell (2003).
4. Otra manera de mantener el control sobre las empresas privatizadas es mediante la emisión de las acciones de oro. Las acciones de oro permiten al Estado reservar la capacidad de someter a su autorización la adquisición de un 10 por ciento del capital de la empresa puesta a venta, y/o la adopción de determinados acuerdos por parte del consejo de administración de una empresa en caso de disolución, fusión, enajenación de activos o realización de cambios de actividad. 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, aunque en abril del año 2006 la Comisión de Economía y Hacienda del Congreso de los Diputados aprobó la Ley por la que se derogaban las acciones de oro, publicada posteriormente en el BOE a finales de mayo (Ley 3/2006).
5. 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.
6. Hasta la entrada en vigor de la Ley de Transparencia del año 2003 no era obligatorio la existencia de reglamentos ni la publicación de un informe anual de gobierno corporativo. Dado que nuestro estudio abarca hasta el año 2003, la circunstancia anterior puede justificar que no en todas las ocasiones las empresas presenten este tipo de documentos e informes.
7. 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.
8. La utilización de esta sub-muestra, empresas privatizadas por medio de oferta pública de venta, para estudiar la influencia del gobierno corporativo en las empresas privatizadas está justificada por dos motivos. En primer lugar, en las empresas que cotizan en bolsa es mucho más fácil de analizar y comparar las prácticas de Buen Gobierno, y en segundo lugar, las empresas de mayor tamaño e importancia en la economía española, y que han supuesto una mayor recaudación de ingresos, han sido privatizadas por medio de OPV.
9. A la hora de calcular estos porcentajes no se ha podido tener en cuenta a Iberia y Aldeasa dado que en el primero de los casos la empresa aún no cotizaba en la Bolsa de Madrid en el año 1999 y en el segundo de ellos, la empresa sale del IGBM en enero del 2006.
10. 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.
11. Hemos repetido también todos las estimaciones excluyendo a aquellas empresas privatizadas (y por consiguiente la correspondiente de control) que en el período objeto de estudio o en los tres años anteriores se fusionaron o fueron objeto de una OPA y los resultados no varían significativamente.
12. La participación accionarial de los distintos accionistas se ha obtenido sumando las participaciones accionariales directas e indirectas.
13. Previamente hemos aplicado la prueba de Levene para la igualdad de varianzas.
14. El estadístico de Fisher para tablas 2x2 es un test que se utiliza en el análisis de variables categóricas cuando la muestra es pequeña y cuando se trata de dos muestras o grupos independientes que pueden pertenecer a dos categorías mutuamente excluyentes. Sirve para determinar si la proporción de aquellos que pertenecen a una categoría es diferente en cada grupo.
15. Hemos repetido el análisis año a año de modo individual, y los resultados son similares.
16. 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.
17. Además, considerando la muestra de control ampliada las diferencias significativas en el grado de concentración son nulas.
18. 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.
19. La recomendación número seis del Código Olivencia establecía que debería dotarse de una mayor relevancia a la figura del secretario del consejo, reforzando su independencia y estabilidad y destacando su función de velar por la legalidad formal y material de las actuaciones del consejo.

BIBLIOGRAFÍA

- ARGIMON, I.; ARTOLA, C.; GONZÁLEZ-PÁRAMO, J. (1999): "Empresa pública y privada: titularidad y eficiencia relativa", *Moneda y Crédito*, vol. 209, pp. 45-93.
- BECHT, M.; POLTON, P.; RÖEL, A. (2002): "Corporate Governance and Control", en Constantinidis, Harris y Stulz [ed.]: *Handbook of Economics and Finance*. Amsterdam: North Holland.
- BLAIR, M. (1995): *Ownership and Control. Rethinking Governance for the Twenty-First Century*. Washington D.C.: The Brooking Institution.
- BOUBAKRI, N.; COSSET, J. (1998): "The Financial and Operating Performance of Newly Privatized Firms: Evidence from Developing Countries", *Journal of Finance*, vol. 53, núm. 3, pp. 1081-1110.
- BOUBAKRI, N.; COSSET, J.; GUEDHAMI, O. (2004): "Post Privatization Corporate Governance: The Role of Ownership Structure and Investor Protection", *Journal of Financial Economics*, vol. 76, núm. 2, pp. 369-399.
- BOUBAKRI, N.; COSSET, J.; GUEDHAMI, O. (2005): "Liberalization, Corporate Governance and the Performance of Privatized Firms in Developing Countries", *Journal of Corporate Finance*, vol. 11, núm. 5, pp. 767-790.
- BRICKLEY, J.; COLES, J.; JARRELL, G. (1997): "Leadership Structure: Separating the CEO and Chairman of the Board", *Journal of Corporate Finance*, vol. 3, pp. 189-220.
- BROWN, J.; EARLE, J.; TELEDGE, A. (2006): "The Productivity Effects of Privatization: Longitudinal Estimates from Hungary, Romania, Russia and Ukraine", *Journal of Political Economy*, vol. 114, núm. 1, pp. 61-99.
- CABEZA, L.; GÓMEZ, S. (2007a): "Governance and Performance of Spanish Privatised Firms", *Corporate Governance: An International Review*, vol. 15, núm. 4, pp. 503-519.
- CABEZA, L.; GÓMEZ, S. (2007b): "The Spanish Privatisation Process: Implications on the Performance of Divested Firms", *International Review of Financial Analysis*, vol. 16, núm. 4, pp. 390-409.
- COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (CNMV) (2007): *Informe de gobierno corporativo de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales del ejercicio 2006*. (Disponible en <http://www.cnmv.es>).
- CUERVO, A. (1989): "Situación económica y financiera de la empresa, evolución y perspectiva", en J.L. García Delgado [ed.]: *España, economía*, pp. 601-635. Madrid: Espasa-Calpe.
- CUERVO, A. (1995): "Proceso de privatización de empresas públicas españolas", *Economistas*, vol. 63, pp. 6-13.
- DAHYA, J.; PINKOWITZ, R.; WILLIANSO, R. (2002): "The Cadbury Committee, Corporate Performance and Top Management Turnover", *Journal of Finance*, vol. 57, pp. 461-483.
- DEMSETZ, H.; LEHN, K. (1985): "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences", *Journal of Political Economy*, vol. 93, pp. 1155-1177.
- DENIS, J.D.; SARIN, A. (1999): "Ownership and Board Structures in Publicly Traded Companies", *Journal of Financial Economics*, vol. 52, pp. 187-223.
- DENIS, D.; MCCONNELL, J. (2003): "International Corporate Governance", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 38, pp.1-36.
- DEWENTER, K.; MALATESTA, P. (2001): "State-Owned and Privately-Owned Firms: An Empirical Analysis of Profitability, Leverage and Labour Intensity", *American Economic Review*, vol. 91, pp. 320-334.
- EARLE, J.; TELEGDY, A. (2002): "Privatization Methods and Productivity Effects in Romanian Industrial Enterprises", *Journal of Comparative Economics*, vol. 30, núm. 4, pp. 657-682.
- EISENBERG, T.; SUNDGRE, S.; WELLS, M. (1998): "Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms", *Journal of Financial Economics*, vol. 48, pp. 35-54.
- ESTRIN, S. (2002): "Competition and Corporate Governance in Transition", *Journal of Economics Perspectives*, vol. 16, núm.1, pp. 101-124.
- FERNÁNDEZ, E.; GOMES ANSÓN, S. (2005): "Why do Firms Comply Voluntarily with the Codes of Best Practice", *European Financial Management 2005 Symposium*. Leeds.
- FRYDMAN, R.; PISTOR, K.; RAPACZYNSKI, A. (1999): "Investing in Insider-Dominated Firms: As Study of Russian Voucher Privatization Funds", en Frydman, Gray y Rapaczynski [ed.]: *Corporate Governance in Central Europe and Russia*. Budapest: Central European University Press.
- GALÁN, J.I. (2002): "La reforma del Código de Buenas prácticas: lecciones del caso Enron", *Revista de la Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresa*, vol. 59, pp. 3-5.
- HARPER, J. (2002): "The Performance of Privatized Firms in the Czech Republic", *Journal of Banking and Finance*, vol. 26, pp. 621-649.
- HERNÁNDEZ DE COS, P.; ARGIMON, I.; GONZÁLEZ-PÁRAMO, J. (2004): "Public Ownership and Business Performance in the Spanish Manufacturing

- Sector, 1983-1996”, *Public Finance Review*, vol. 32, núm. 2, pp. 148-182.
- JENSEN, M. (1983): “Organization Theory and Methodology”, *The Accounting Review*, vol. 58, pp. 319-339.
- KLEIN, A. (1998): “Firm Performance and Board Committee Structure”, *Journal of Law and Economics*, vol. 41, pp. 275-299.
- KLEIN, A. (2002a): “Audit Committee, Board of Director Characteristic and Earnings Management”, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 33, núm. 3, pp. 375-400.
- KLEIN, A. (2002b): “Economic Determinants Behind Variations in Audit Committee Independence”, *The Accounting Review*, vol. 77, pp. 435-452.
- KOSE, J.; LEMMA, W. (1998): “Corporate Governance and Board Effectiveness”, *Journal of Banking and Finance*, vol. 22, pp. 371-403.
- MAHER, M.; ANDERSON, T. (2000): *Convergence and Diversity of Corporate Governance Regimens and Capital Markets*. Oxford: Oxford University Press.
- MEGGINSON, W.; NASH, R.; VAN RANDERBORGH, M. (1994): “The Financial and Operating Performance of Newly Privatized Firms: An International Analysis”, *The Journal of Finance*, vol. 49, pp. 403-452.
- MEGGINSON, W.; NETTER, J. (2001): “From the State to Market: A Survey of Empirical Studies on Privatization”, *Journal of Economic Literature*, vol. 39, pp. 321-389.
- MELLE, M. (1999): “Algunos resultados efectivos de las privatizaciones en España: una primera aproximación”, *Economía Industrial*, vol. 330, pp. 141-158.
- OCDE (2003): *Privatising State-Owned Enterprises. An Overview of Policies and Practices in OECD Countries*. (OCDE Online Bookshop, Code 262003011 P1).
- QI, D.; WU, W.; ZHANG, H. (2000): “Shareholding Structure and Corporate Performance of Partially Privatized Firms: Evidence from Listed Chinese Companies”, *Pacific Basic Finance*, vol. 8, núm. 5, pp. 587-610.
- ROMERO, A.M. (2005): *Cambios en la iniciativa emprendedora de las empresas privatizadas en España*. (Tesis doctoral). Universidad Complutense.
- ROSESTEIN, S.; WYATT, J. (1990): “Outside Directors, Board Independence, and Shareholder Wealth”, *Journal of Financial Economics*, vol. 26, pp. 175-191.
- SHEILFER, A.; VINSKY, R. (1997): “A Survey of Corporate Governance”, *Journal of Finance*, vol. 52, pp. 737-783.
- SHIVDASINI, A.; YERMARCK, D. (1999): “CEO Involvement in the Selection of New Board Members: An Empirical Analysis”, *The Journal of Finance*, vol. 54, núm. 5, pp. 1829-1853.
- VAFEAS, N. (1999): “Board Meeting Frequency and Firm Performance”, *Journal of Financial Economics*, vol. 53, pp. 113-142.
- VILLALONGA, B. (2000): “Privatization and Efficiency: Differentiating Ownership Effects from Political, Organizational and Dynamics Effects”, *Journal of Economic Behaviour & Organization*, vol. 42, pp. 43-74.
- WEI, Z.; VARELA, O.; D’SOUZA, J.; 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*, vol. 20, pp. 431-460.
- XIE, B.; DAVIDSON, W.; DADALT, P. (2003): “Earnings Management and Corporate Governance: the Role of the Board and the Audit Committee”, *Journal of Corporate Finance*, vol. 9, pp. 295-316.