
Algunos resultados efectivos de las privatizaciones en España: una primera aproximación

.....
MÓNICA MELLE HERNÁNDEZ

Facultad de Ciencias Económicas. Universidad Complutense

Durante la última década, en España, al igual que en otros países, se han emprendido ambiciosos programas de privatizaciones en un proceso generalizado de reestructuración y reducción del tamaño del sector

141

público. Sin embargo, y a pesar de que en los últimos años se ha intensificado ese proceso privatizador, aún permanece abierto el debate sobre sus resultados efectivos, en términos de «coste-beneficio».

Aunque la literatura teórica existente aporta, en la mayoría de los casos, razones económicas que justifican los procesos privatizadores, existen ciertas preguntas aún sin respuesta, ya sea por la escasa evidencia empírica existente, sobre todo en el caso español, o ya por el corto período de tiempo transcurrido desde que se llevaron a cabo las privatizaciones, que hace que muchos de los

análisis realizados tengan un carácter estático. Entre otras cuestiones, aún se desconoce cómo funcionan en la práctica las privatizaciones y cuáles son sus verdaderos efectos dinámicos.

Realmente, las empresas privatizadas ¿se hacen más rentables?; y si es así, ¿la explotación de su poder de mercado y los aumentos en los precios de los productos explican esas mejoras en sus resultados?, ¿qué parte de ese incremento de rentabilidad se genera por la nueva motivación de sus trabajadores?, y ¿qué importancia tiene la desregulación de los mercados en ese éxito de las privatiza-

ciones? En consecuencia, ¿las empresas privadas son siempre más eficientes que las públicas? o ¿depende del sector económico de actividad y del grado de competencia u otros fallos existentes en el mercado? El presente artículo pretende avanzar un poco más en el análisis de los efectos reales de las privatizaciones, proporcionando alguna evidencia empírica del caso español que permita dar respuesta a algunas de esas cuestiones.

De entre todas las razones que la literatura especializada aporta para justificar los procesos de privatización (utilización de los ingresos por privatizaciones para

reducir los déficit públicos (1), mejorar la eficiencia y resultados de las empresas privatizadas, evitar la financiación pública de las nuevas necesidades de capital y eliminar monopolios naturales, entre otras), este trabajo se centra fundamentalmente en contrastar si efectivamente en el corto periodo de tiempo transcurrido desde la privatización de algunas empresas públicas españolas, éstas han mejorado sus resultados.

El trabajo está estructurado en cinco partes. Después de esta breve *Introducción*, el segundo apartado recoge las principales aportaciones teóricas y empíricas al análisis de las privatizaciones en *El marco teórico de análisis de las privatizaciones: Razones justificativas y condiciones para su éxito*. El tercer epígrafe incluye una somera descripción de las *Principales empresas privatizadas en España*. Para pasar, después, a una primera aproximación a los efectos de la privatización de algunas empresas públicas españolas en el cuarto epígrafe: *Análisis empírico: Algunas consecuencias de las privatizaciones en España*. Finalmente, las principales Conclusiones del estudio cierran este artículo.

•••••

El marco teórico de análisis de las privatizaciones: razones y condiciones de éxito

La reciente popularidad de las privatizaciones se puede atribuir a varios factores, que son al propio tiempo las razones que se argumentan para justificar su generalización en la mayor parte de los países desarrollados:

1. El deseo político de disminuir el papel del Estado en la economía, con el fin de iniciar o incrementar la competencia en determinados sectores (telecomunicaciones y eléctrico, entre otros) y de reducir las distorsiones económicas provocadas por las interferencias políticas en el sector público empresarial.
2. Ampliar el número de propietarios de las empresas potenciando el denomina-



do «capitalismo popular» —además, de esa forma se hace más difícil para los gobiernos siguientes renacionalizar las empresas— y desarrollar los mercados de capitales nacionales, aumentando su volumen de capitalización bursátil.

3. Aumentar los ingresos públicos sin incrementar la deuda o los impuestos (Vickers y Yarrow, 1998). Asimismo, cuando se privatizan empresas públicas con pérdidas, se puede reducir el déficit público al eliminarse las subvenciones que estas empresas suponían para el Estado, que por otra parte, pueden contribuir a aumentar la recaudación vía impuestos al generar, previsiblemente, mayores beneficios.

4. Finalmente, el argumento más frecuente a favor de las privatizaciones hace referencia a la percepción general de que los resultados de las empresas públicas son peores que los de las privadas (entre otros muchos contrastes, el de Boardman y Vining (1989) lo verifica). Sin embargo, aunque el argumento de la eficiencia está justificado en muchos casos, algunos estudios empíricos demuestran que las privatizaciones en los países del Este no han mejorado necesariamente la eficiencia asignativa (Pestieau y Tulkens, 1993); y en términos de eficiencia productiva, varios trabajos demuestran que la empresa privada no siempre se comporta mejor que la empresa pública (Vickers y Yarrow,

1998; González-Páramo, 1995; Martín y Parker, 1997 (2) y Argimón, Artola y González-Páramo, 1999). Algunos otros no encuentran diferencias importantes en los costes de las empresas públicas y las privadas (Millward y Parker, 1983). En definitiva, la propiedad (pública o privada) no es determinante en los resultados de muchas empresas; ya que éstos dependen de otros aspectos como la dinámica del mercado o el desarrollo de su propia gestión. En relación con este último aspecto, Cuervo y Villalonga (1999) proponen un modelo teórico explicativo de la eficiencia empresarial de la privatización basado en determinadas variables organizativas: dirección y estructura organizativa, incentivos y control, o cultura organizativa. Ya que los cambios en esas características internas de las empresas privatizadas puede que expliquen cómo y por qué la privatización mejora la eficiencia empresarial.

El análisis de los resultados de las empresas públicas puede abordarse desde la perspectiva de las teorías de la agencia y de los derechos de propiedad. De hecho, la principal explicación que se atribuye a los peores resultados de la empresa pública es, además de su elusión de la disciplina del mercado (tanto del mercado de valores como del de bienes y servicios), su dificultad para supervisar la actuación de sus directivos (Vickers y Yarrow, 1998). La relación de agencia, derivada de la separación entre propiedad y control, y el inherente problema de la supervisión de la dirección también se presentan en las empresas privadas. Sin embargo, en las públicas, por su singular relación de agencia y por la imposibilidad de ejercitar los derechos de propiedad, el problema de supervisión de los «agentes» se agudiza.

En la empresa pública surge, de hecho, una «doble relación de agencia». Por una parte, aquella que tiene lugar entre los ciudadanos-votantes —teóricos propietarios de las empresas públicas— (principal) y el Gobierno (agente). El problema de agencia surge en primer término, porque la función de utilidad de los políticos y los ciudadanos es bien distinta. Como muestra la teoría de la elección pública, los políticos más que perseguir el interés público, buscan maximizar su permanencia en el poder y de ahí que

sus objetivos se relacionen con el «mercado de votos». Y en segundo lugar, porque el coste de controlar o supervisar al agente (Gobierno) para el principal de esta relación (es decir, los ciudadanos) es muy elevado, y no se compensa por el escaso beneficio que obtiene el principal. De hecho, la diferencia entre empresa pública y privada es que en la primera los derechos de propiedad están vagamente definidos, muy diseminados y no son enajenables por cada propietario a título individual (Alchian, 1988). Ante esa imposibilidad de ejercitar sus derechos de propiedad en la empresa pública (3), los principales adquieren un papel pasivo y conceden el control al Gobierno estatal o autonómico. Surge, entonces la segunda relación de agencia en la empresa pública, que se produce ahora entre el Gobierno (principal) y el directivo empresarial (agente). Los problemas esenciales de esta relación de agencia nacen de un «conflicto de intereses» entre Gobierno y directivos, ya que estos últimos suelen estar preocupados sobre todo por preservar su «status» e independencia y mejorar sus condiciones retributivas, de la asimetría de información entre principal y agente, y de la dificultad de especificar en los contratos todas las contingencias posibles que hace que los contratos tiendan a ser incompletos, de forma que el «propietario» (principal) no pueda decidir sobre contingencias imprevistas sin necesidad de negociar. Según Rees (1988), el origen de los problemas de agencia entre Gobierno y directivos en la empresa pública se encuentra en dos causas fundamentales: la asimetría de información entre «propietarios» y gestores y la inconsistencia de sus beneficios, que se debe a que no se les exige que logren el beneficio que podrían alcanzar con base en su nivel de productividad y dotación de capital iniciales.

Como consecuencia de todo ello, la empresa pública, debe enfrentarse, por un lado, al problema típico de la relación de agencia en general, y de incentivos en particular, consustancial con la separación entre la propiedad y la dirección de las empresas, ya sean públicas o privadas. Un problema que se concreta en la dificultad de la propiedad para limitar la discrecionalidad de la dirección, así como para establecer incentivos



sobre la renta residual de la empresa. Y como los objetivos de la empresa pública (maximizar el beneficio social) y privada difieren, sus estructuras de incentivos óptimas también (Alchian, 1988). La empresa pública como consecuencia de la naturaleza de su objetivo, ofrece una renta de información más alta que la empresa privada, lo cual puede explicar que sus costes sean más elevados. Mientras en la empresa privada, los accionistas (principales) maximizan el valor actual de la empresa, la empresa pública está sujeta a los objetivos «discrecionales» de los políticos, que varían entre los distintos gobiernos según sus distintos programas e incluso dentro de una misma legislatura de un gobierno. Al privatizar una empresa pública se asegura que los propietarios privados de la misma tengan más incentivos que las personas designadas por el gobierno en maximizar los beneficios, porque ellos son propietarios del capital y por tanto, temen las consecuencias financieras de sus decisiones. Además, el tipo de directivos de la empresa pública y privada es distinto; en las públicas muchas veces se eligen por su vinculación política, y en las privadas, por su capacidad de gestionar la empresa eficientemente.

Y por otro lado, la empresa pública debe también resolver los problemas derivados de la relación de agencia específica por su carácter de empresa pública, entre ciudadanos-propietarios y Gobier-

no, generados por las diferencias entre sus respectivas funciones de utilidad y por la dificultad de los ciudadanos para ejercitar sus derechos de propiedad. De ahí que concedan el control de las empresas a los Gobiernos estatal o autonómicos, que deberían velar por los intereses de los ciudadanos (propietarios), orientando la actuación de los directivos (agentes) hacia la maximización de los excedentes empresariales.

Por otra parte, como indica la literatura sobre las empresas mixtas (aquellas que poseen a la vez acciones mantenidas por el Estado y por el sector privado), la propiedad pública se utiliza en muchas ocasiones como vehículo para acompañar los objetivos sociales, haciendo difícil distinguir si esos objetivos «non-for-profit» son la causa del peor resultado, más que la menor eficacia en la supervisión atribuida a la propiedad pública. Además, contrastar la percepción de que las empresas públicas actúan menos eficientemente que las privadas es bastante complicado porque la intervención del Estado en un sector frecuentemente está asociada con la falta de competencia, por lo que resulta difícil conocer si es la propiedad pública *per se* o la falta de competencia lo que conduce a peores resultados. Los contrastes confirman que en sectores no competitivos es la desregulación, más que el cambio de propiedad, la variable determinante de las mejoras de eficiencia. A ese respecto,

Geddes (1997) analiza la relación que existe entre la regulación y los incentivos para supervisar a la dirección, así como su efecto sobre los resultados de las empresas. Por su parte, Parker (1999) analiza los resultados de los servicios públicos privatizados en el Reino Unido desde 1984 (como las telecomunicaciones, el gas, la electricidad, el agua y otros sectores), y el papel de la regulación en mejorar dichos resultados, al prevenir abusos monopolísticos.

Si los empresarios no tienen libertad para crear empresas competidoras, las empresas que se privaticen no tendrán suficiente presión financiera para mejorar la calidad y reducir los precios. En tal marco no competitivo, la privatización cambiará la estructura de propiedad de la empresa sin cambiar su comportamiento. Todo lo cual perjudica a los consumidores y empeora el problema del desempleo que se produce durante todo proceso de privatización (las empresas públicas mantienen trabajadores incluso aunque no sean rentables para las mismas), ya que las nuevas empresas podrían crear empleo. De hecho, según el trabajo de Anderson, De Palma y Thisse (1997) en el que se analiza qué ocurre en un mercado en el que compiten empresas públicas y privadas, si las públicas son privatizadas; a corto plazo, la privatización resulta perjudicial porque los precios se incrementan al desaparecer el papel disciplinario de la empresa pública (ésta establece unos precios más bajos que si fuera privada para maximizar su contribución al beneficio social); pero a largo plazo, la privatización da entrada a nuevas empresas, por lo que el efecto neto beneficia a los consumidores.

La teoría, y su contrastación con la evidencia empírica, muestran que la competencia tiende a mejorar los resultados de las empresas, cualquiera que sea su titularidad. La eliminación de barreras presiona a favor de la reducción de márgenes monopolísticos y estimula la adopción de mejores técnicas de gestión. El estudio del caso español realizado por Sanchís (1996) que valora la privatización, la reestructuración y la introducción de competencia en las empresas del Instituto Nacional de Industria (INI) y del Instituto Nacional de Hidrocarburos (INH) en el período 1978-1990, indica



que la introducción de la competencia ha tendido a aumentar significativamente la eficiencia (productividad del trabajo) con pocas excepciones. Sanchís (1996) contrasta tres hipótesis sobre la relación que existe entre privatización y eficiencia: 1) la eficiencia sólo puede mejorar cuando paralelamente al proceso de privatización tiene lugar un incremento de la competencia, 2) la privatización afecta a la eficiencia a través de una mejora en los incentivos de los gerentes de las empresas, y 3) el incremento de la eficiencia puede lograrse a través de un proceso de reestructuración, sin que sea necesario el cambio de propiedad. Sus resultados sugieren que el aumento de la competencia incrementa la productividad, que el proceso de reestructuración de las empresas públicas españolas ha tenido efectos positivos sobre su productividad, pero no de forma generalizada, y por último, que la privatización no ha supuesto cambios importantes en la evolución de la productividad de las empresas privatizadas. Por su parte, Argimón, Artola y González-Páramo (1999) en su análisis de sección cruzada referido al ejercicio 1994, concluyen que la eficiencia productiva de las empresas puede aumentarse con medidas encaminadas a estimular la competencia de los mercados en donde operan, especialmente a través de la apertura al exterior.

Por tanto, la desregulación y el aumento de la competencia son condiciones

necesarias para que la privatización de las empresas públicas mejore la eficiencia del sistema empresarial en su conjunto. De ahí que sea necesario considerar, en primer término, las diferencias entre los efectos de la variable propiedad y de la desregulación y aumento de la competencia, sobre la eficiencia de la empresa. En segundo lugar, para garantizar el éxito de la privatización, se deben estudiar las formas alternativas de venta de empresas públicas, el mercado y sector donde actúa la empresa, la reacción de los grupos «beneficiados» por ella, así como los métodos de privatización de las empresas públicas. El análisis detallado de todos esos aspectos puede recomendar la introducción de «cláusulas» que garanticen el cumplimiento de los objetivos de las privatizaciones, como son los núcleos estables y las «golden shares». Ya que la dispersión de la propiedad o «capitalismo popular» que se consigue con las privatizaciones trae consigo un grave problema: ningún inversor individual tiene la capacidad para supervisar a la dirección, a pesar de que todos los inversores ganarían con dicha supervisión (Gray, 1996).

Por tanto, con la privatización no se solventa el problema de agencia y de ahí que las empresas privatizadas no tienen por qué ofrecer mejores resultados que antes de su privatización. Una forma de evitar ese problema consiste en atribuir a un pequeño número de accionistas participaciones significativas en el capital de la empresa privatizada («núcleos estables»), para que tengan incentivos en controlar a los directivos porque la actuación de la empresa repercute considerablemente en el beneficio de sus acciones.

Al propio tiempo, se consigue mantener el «efecto sede» (Cuervo, 1997), la nacionalidad de la empresa, evitando posibles desmantelamientos, compras de cuotas de mercado y no de empresas completas y pérdidas de activos intangibles. Eso también se puede conseguir configurando alianzas con grupos nacionales competitivos para mantener la viabilidad y continuidad de la empresa. La evidencia econométrica del caso del Reino Unido demuestra que el que esos núcleos estables sean compañías

holding (y no empresas individuales) puede ser un medio efectivo de reforzar la productividad de los directivos después de la privatización (Saving, 1998, Blanchard y Layard, 1992).

Por su parte, las «golden shares» y el régimen de autorización administrativa previa también facilitan el proceso de privatización proporcionando al Estado un cierto control de la evolución estratégica de la empresa privatizada. Se pretende proteger los intereses públicos generales, bien mediante la creación de acciones con derechos especiales de decisión cuya titularidad se reserva el Estado, o bien mediante la utilización de una Ley para exigir autorización administrativa a un conjunto de decisiones empresariales (como la disolución o cambio de función de la empresa o la enajenación de determinados activos; en el caso español, la Ley 5/1995, de 23 de marzo, de Régimen Jurídico de Enajenación de Participaciones Públicas en determinadas empresas y el Real Decreto 1525/1995, de 15 de septiembre, de desarrollo reglamentario de dicha Ley) (Cuervo, 1997).



.....

Principales empresas privatizadas en España

Las privatizaciones de empresas públicas en España no se han guiado, en general, por una estrategia política claramente definida. Han obedecido, más bien, a actuaciones en pro de mejorar su constatada ineficiencia; motivada, como ya se ha dicho, por la imposibilidad de ejercer adecuadamente los derechos de propiedad sobre ellas. Pero, para que el proceso privatizador cumpla sus objetivos de aumentar la competencia en los mercados y mejorar la eficiencia del sistema empresarial, debe introducir además mecanismos de «control o disciplina» en los comportamientos de los agentes, internos y externos, que intervienen en la empresa pública, que eviten su utilización como fuente de rentas.

En ese mismo sentido, el gobierno de España aprobó el 28 de junio de 1996 una serie de principios bajo los que deben actuar todos los agentes implica-

dos en un proceso de privatización, en el Programa de Modernización del Sector Público Empresarial (Pampillón, R, 1997): a) publicidad, transparencia y concurrencia; b) eficiencia económica; c) separar la propiedad de la gestión de las empresas; d) sometimiento a control de todas las operaciones; e) defensa de los intereses económicos generales y de los intereses patrimoniales del Estado; f) protección de los intereses de los accionistas y terceros; g) continuidad del proyecto empresarial de las empresas privatizadas; h) aumento de la competencia; i) extensión de los mercados de capitales y ampliación de la base accionarial de las empresas.

Resulta útil distinguir dos grandes bloques de privatizaciones en España durante los últimos años: 1) las empresas públicas que han sido vendidas directamente mediante acuerdo con una empresa o grupo privado, generalmente del mismo sector productivo (venta directa); y 2) las empresas públicas de las que se han ido vendiendo sucesivos paquetes de acciones en bolsa (venta mediante oferta pública).

Las primeras son principalmente industriales, y la mayoría presentaban pérdidas antes de privatizarse; así como filiales o sub-filiales de algunos grupos empresariales públicos («empresas públicas indirectas») de menor importancia relativa. Por tanto, a través de estas ope-

raciones el Estado, o de una forma más inmediata, el «holding» de control correspondiente, se han ido liberando de la necesidad de seguir cubriendo las pérdidas de esas empresas públicas o de financiar su reestructuración o modernización. Así, con una finalidad de racionalizar y redimensionar se han vendido pequeñas y medianas empresas sin justificación estratégica o se ha procedido al cierre o a la liquidación de otras sin viabilidad económica. Es el caso de Soler Almirall, Potasas de Navarra, Ifasa, Alitec, Acuasur, Aznarte, Noratlántica, Saphico, Cogasa y Toagru en el Instituto Nacional de Industria (INI); de Aplea y Agulesa en el Instituto Nacional de Hidrocarburos (INH); y de Cinespaña, Viajes ITA y Vasco Montañesa en la Dirección General de Patrimonio del Estado (DGPE) (Cuervo, 1997). Asimismo, la venta directa de algunas grandes empresas públicas a empresas multinacionales ha permitido mejorar sus condiciones tecnológicas y/o ampliar su mercado; pero ha supuesto, en ocasiones, un desplazamiento del poder de decisión empresarial fuera del ámbito nacional — por ejemplo, la adquisición de Secoinsa por Fujitsu (Japón), la de Seat por Volkswagen (Alemania), la de Inespal por Alcoa (USA), la de CSI-Aceralia por Arbed (Luxemburgo), la de SKF por Aktiebogalet SKF, la de MTM y Ateinsa por GEC Alsthom, la de Enfersa por Ercros y la de Enasa por Iveco/Fiat, entre otras—.

El segundo gran bloque de empresas públicas privatizadas en España, formado por aquéllas que se han ido vendiendo mediante sucesivas ofertas públicas de sus acciones en bolsa, agrupa las que se conocen como «las joyas de la corona», por tratarse de grandes empresas con un historial y perspectivas de alta rentabilidad, fuerte posición de mercado y proyección internacional. Unos porcentajes significativos de acciones han sido adquiridos por inversores institucionales extranjeros, lo que ha supuesto una «desnacionalización» en la propiedad-control de importantes empresas. Durante el período 1985-1999 se han colocado en bolsa paquetes de acciones de Acesa, GESA, Endesa, Amper, Ence, Repsol, Argentaria, Telefónica, Indra, Auxini, Gas Natural, CSI-Aceralia, Retevisión, Aldeasa y Tabacalera, lo que ha supuesto un volumen total de ingresos para el Estado español de más de 5,7 billones de pesetas (véase el cuadro 1 que indica las fechas de cada operación, el sector de actividad de las distintas empresas, el porcentaje vendido e importe obtenido con cada operación y el porcentaje de propiedad pública que va quedando después de cada privatización parcial).



dios comparativos de empresas públicas y privadas que operan simultáneamente en el mismo sector de actividad (es el caso del análisis realizado por Pestieau y Tulkens, 1993); y 3.º) utilizando técnicas paramétricas y no paramétricas (DEA: «Data Envelopment Analysis») para medir directamente la contribución de la variable titularidad, una vez se ha controlado la influencia de otros factores (por ejemplo, en los trabajos de Boardman y Vining, 1989 y de Boussofiane, Martin y Parker, 1997).

Las conclusiones de algunos de esos estudios que contrastan los beneficios de la propiedad privada de las empresas frente a la pública se refieren a incrementos importantes en los resultados empresariales, logrados sorprendentemente sin sacrificar la seguridad en el empleo. Así, en las privatizaciones de 61 empresas de 18 países y 32 industrias durante el período 1961-1990, al aumentar sus ventas reales, su rentabilidad, su gasto en inversión en capital, su eficiencia económica, los dividendos pagados y sus trabajadores, reducirse significativamente su nivel de endeudamiento y modificarse el tamaño y la composición de los consejos de administración (Megginson, Nash y Van Randenborgh, 1994). Igualmente, D'Souza y Megginson (1999) evidencian incrementos importantes en rentabilidad, producción, eficiencia económica, gasto en inversión en capital — en términos absolutos pero no relativos

respecto de la cifra de ventas— y dividendos pagados, y reducción significativa en la ratio de endeudamiento y leve en el empleo, para una muestra de 85 empresas de 28 países industrializados que han sido privatizadas mediante ofertas públicas de adquisición de acciones durante el período 1990-1996. Por su parte, Eckel, Eckel y Singal (1997) demuestran que la privatización de British Airways (BA) provocó disminuciones en los precios de las acciones de sus competidores, lo que sugiere una mejora en la eficiencia económica.

Otras conclusiones relevantes acerca de los beneficios de las privatizaciones se refieren a la preferencia de la propiedad privada frente a la pública cuando deben establecerse fuertes incentivos para innovar y contener los costes (Shleifer, 1998); a la importancia de la competencia y las reformas en la gestión, dirección y gobierno de las empresas públicas privatizadas para que se transformen en empresas privadas eficientes (Özkaya y Askari, 1999; y Kay y Thompson, 1986 y Vernon-Wortzel y Wortzel, 1989, que demuestran los bajos resultados de las empresas privatizadas); o a la posibilidad de llevar a cabo reestructuraciones en determinados sectores a través de la privatización (como es el caso del sector de la distribución comercial en Rusia, que se benefició de una renovación y modernización de las empresas oferentes, un aumento de los horarios de apertura y reducciones de plantilla en las empresas distribuidoras, según indica el trabajo de Barberis, Boycko, Shleifer y Tsukanova (1996) basado en una encuesta a 452 comercios, la mayoría de los cuales fueron privatizados durante 1992 y 1993). A ese respecto, Ceska (1996) ofrece un amplio análisis sobre la relación entre la estructura de la propiedad y la reestructuración que se produce después de una privatización, que frecuentemente se concreta en una «desmonopolización» del sector, por la desagregación de las empresas privatizadas en sus diversas unidades de negocio que empiezan a competir entre ellas; en una mayor evaluación de los programas de inversiones por los nuevos propietarios; en una mejora del comportamiento de los directivos de las empresas que tienden a controlar más el gasto; en una reestructuración financiera de las empresas, al

Algunas consecuencias de las privatizaciones en España

146

Los efectos de las privatizaciones en los resultados empresariales se pueden analizar empleando tres metodologías distintas: 1.º) mediante un estudio de casos antes y después de una privatización para revelar mejoras en la gestión de una empresa después de su privatización o verificar menores costes de contratar servicios públicos con oferentes privados que hacerlo publicamente (entre otros, los trabajos de Megginson, Nash y Van Randenborgh (1994) para una muestra de 61 empresas de 18 países; D'Souza y Megginson (1999) para 85 empresas de 28 países industrializados; Martín y Paker (1997) para el caso del Reino Unido; Eckel, Eckel y Singal (1997) para la privatización de British Airways, y Arcas y Ruiz (1999) para el caso de una empresa española: Repsol); 2.º) a través de estu-

CUADRO 1
EMPRESAS PRIVATIZADAS MEDIANTE OPV EN BOLSA. AÑOS 1985-1999

Empresa	Sector de actividad	Fecha operación	% vendido	Importe obtenido (1) (millones pesetas)	% restante de propiedad pública
ACESA.....	Autopistas	1986	57,6	n.d.	0
GESA.....	Electricidad	1986	38	n.d.	55,3
ENDESA.....	Electricidad	1.ª 1988	20,4	80.000	75,6
		2.ª 1994	8,7	145.000	66,9
		3.ª octubre 1997	25	750.000	41,9
		4.ª mayo 1998	41,1	1.490.000	0
ENCE.....	Papel	1.ª 1988	34,8	13.200	66,2
		2.ª 1995	14,9	13.000	51,3
REPSOL	Petróleo	1.ª mayo 1989	30,6	156.229	69,4
		2.ª 1990/92 (2)	2,9/2,1	31.919	66,5/64,4
		3.ª 1992	10	70.000	54,4
		4.ª abril 1993	13,9	110.000	40,5
		5.ª abril 1995	19,5	200.500	21
		6.ª febrero 1996	11	132.710	10
		7.ª abril 1997	10	168.692	0
ARGENTARIA	Financiero	1.ª 1993	24,1	119.000	75,9
		2.ª 1993	24,3	173.000	51,6
		3.ª marzo 1996	25,4	160.000	26,2
		4.ª febrero 1998	28,6	325.000	0
TELEFONICA	Telecomunicaciones	1.ª 1995	10,7	158.000	21,16
		2.ª febrero 1997	21,16	607.079	0
INDRA	Electrónica	1.ª 1995	24,9	3.000	63
		2.ª marzo 1999	66,09	65.432	0
AUXINI.....	Construcción	1.ª 1996 (2)	40	3.030	60
		2.ª noviembre 1997	60	n.d.	0
GAS NATURAL	Gas	1.ª 1996	3,8	36.066	0
CSI-Aceralia.....	Siderurgia	1.ª julio 1997 (2)	35	(3)	65
		2.ª noviembre 1997 (2)	12,2	44.692	52,8
		3.ª diciembre 1997	52,8	162.174	0
ALDEASA	Distrib.libre imp.	1.ª septiembre 1997 (2)	20	n.d.	80
		1.ª octubre 1997	80	45.000	0
TABACALERA.....	Tabaco/aliment.	1.ª abril 1998	52,4	310.000	0

Notas: (1) Importes netos deducidas las comisiones de las entidades financieras que intervienen en la colocación de las acciones. (2) Venta directa de las acciones a un grupo empresarial privado. (3) No produjo ingresos para los holdings públicos; consistió en un incremento de capital de la propia CSI, íntegramente suscrito por el grupo luxemburgués Arbed.

Fuente: SEPI y CNMV.

transformarse los préstamos a medio plazo en préstamos a largo; y en cambios organizativos y de personal de los comercios llevados a cabo por los nuevos propietarios.

Son menos numerosos los estudios sobre los efectos de las privatizaciones que concluyen que la privatización no conduce a mejoras significativas en los resultados de las empresas. Así, la atípica natu-

raleza del caso de estudio de Kole y Mulherin (1997) les permite discurrir de la tesis sobre la ineficiencia del Estado como «empresario». En su análisis de una muestra de empresas norteamericanas en las que el gobierno federal mantuvo entre un 35 y un 100 por 100 del capital durante un período de entre uno y 23 años durante y después de la segunda guerra mundial, la relación de custodia provisional del gobierno no tiene los

efectos habitualmente atribuidos a la propiedad pública, ya que los resultados de las empresas públicas no resultan diferentes a los de las privadas en la misma industria. Su análisis indica, además, que la disponibilidad e implementación de medidas de monitorización pueden afectar a los resultados de cualquier tipo de empresa, tanto si es pública como privada; por lo que estos resultados tienen implicaciones directas para la corriente

de privatizaciones extendida por todo el mundo. Eckel y Vining (1982) confirman que la mera transformación de una empresa pública en empresa privada no es suficiente para mejorar sus resultados. De ahí que mejoras en los resultados también requieran la existencia de mercados competitivos, valoración externa, y evaluación interna y mecanismos de incentivos que sirvan para controlar a los directivos de las empresas privatizadas. Por último, La Porta y Lopez-de-Silanes (1997) en su estudio de 218 privatizaciones de empresas no financieras mejicanas llevadas a cabo entre 1983 y 1991, concluyen que la mayor rentabilidad de las empresas públicas privatizadas se consigue a costa del resto de la sociedad por (1) el incremento en los precios de los bienes y servicios, ya que eran empresas públicas capitalizadas sobre su poder de mercado, y (2) la reducción del empleo y los salarios, ya que eran empresas públicas con contratos de trabajo más «generosos».

El presente trabajo expone, en primer término, una panorámica general y de análisis comparativo de los agregados de empresas públicas y privadas, sobre la base de la información que proporciona el Banco de España en su Central de Balances Anual, para detectar algunos comportamientos diferenciales entre ambos agregados durante el período 1989-1998. En segundo término, utilizando la metodología del estudio de casos antes y después de la privatización, contrasta si se mejora la eficiencia en la gestión de las empresas privatizadas por el cambio de su propiedad. Sin embargo, no se debe olvidar que sobre dicha eficiencia, influye el efecto conjunto de la desregulación de determinados sectores o la eliminación de situaciones de monopolio.

En el análisis del caso español, resulta difícil deslindar los efectos de las privatizaciones de empresas públicas de la desregulación, liberalización y re-regulación de algunos sectores, aunque cambio de propiedad y desregulación sean dos cuestiones independientes. De hecho, la privatización de monopolios naturales no necesariamente supone la eliminación de monopolios, como ha ocurrido, por ejemplo, con el gas en Gran Bretaña o la telefonía local en España, en donde



la situación de monopolio persiste, sólo que ahora bajo el control privado. Y por otro lado, es posible desmonopolizar ciertas actividades sin privatizar las empresas públicas existentes, como ha ocurrido en las televisiones de varios países europeos, incluido España.

Del mismo modo, resulta complicado separar los efectos de las privatizaciones de empresas públicas en España del proceso de reestructuraciones y fusiones internas que se ha llevado a cabo en el sector público español. Dicho proceso ha supuesto que 9 empresas públicas del sector petroquímico y del gas fueran absorbidas por Repsol; 5 del sector del aluminio se fusionaran en Inespal; 6 del sector de la electrónica fueran absorbidas por Indra; y 8 del sector de la alimentación fueran adquiridas por Tabacalera, que ha diversificado sus actividades. Al propio tiempo, las acciones de todas las empresas públicas eléctricas se adscribieron patrimonialmente a la más importante, Endesa; los bancos públicos se fusionaron en una nueva entidad creada en 1991, Argentaria; al igual que las empresas públicas de la siderurgia que lo hicieron en la nueva empresa pública que se creó, Corporación Siderúrgica Integral (Aceralia) (4).

Por otra parte, los resultados y la eficiencia de las empresas dependen de múltiples factores y no sólo de su estructura de propiedad. En este trabajo se preten-

de determinar hasta qué punto la estructura de propiedad (pública o privada) de una empresa condiciona sus resultados; pero es posible que las diferencias de resultados empresariales vengan explicadas por cualquier otro factor y la variable titularidad sea un factor débilmente explicativo. Entre otros factores, resultan relevantes para explicar los resultados empresariales el ciclo y la situación económica, el sector de actividad, la regulación y el grado de competencia del mercado (grado de concentración del sector, cuota de mercado, integración y apertura al exterior, etcétera), la diferenciación y heterogeneidad del producto, los factores organizativos y la existencia de rendimientos a escala, la estructura del proceso productivo (y en consecuencia, la relación capital-trabajo), el grado de integración vertical de la empresa, el grado de formación de los trabajadores y la temporalidad de su empleo (economías de experiencia), la edad de la empresa, la innovación tecnológica, las restricciones financieras y su nivel de endeudamiento, las capacidades directivas y tantos otros. Por tanto, existen múltiples factores del entorno macroeconómico, de estructura del sector y empresariales que explican la competitividad y los resultados de una empresa.

Análisis comparativo de los agregados de empresas públicas y privadas españolas

En España existen varios trabajos que analizan el comportamiento diferencial de empresas públicas y privadas en diferentes períodos temporales (entre otros, Cuervo y Maroto, 1983; Cuervo, 1989; Maroto, 1995 y 1997; Azofra, Fernández Álvarez, Hernangómez y Miguel Hidalgo, 1991) (5). En todos ellos se realiza análisis económico-financiero basado en la metodología de «ratios», bien con un enfoque tradicional que estudia las relaciones univariantes, o bien con un enfoque moderno de análisis multivariante. Igualmente, coinciden en sus principales conclusiones que evidencian un comportamiento más ineficiente para las empresas públicas frente a las privadas, ya que presentan reiteradamente pérdidas y necesitan recibir subvenciones de explotación, ineficiencia en la administración

de su activo (baja rotación de su activo), reducido poder de mercado y mayores endeudamiento y riesgo financiero, lo que les lleva a generar menores rentabilidades económica y financiera.

El análisis realizado ahora utiliza la base de información que proporciona el Banco de España en su Central de Balances Anual más reciente, que agrupa a las empresas españolas no financieras en los agregados públicas y privadas y permite, por tanto, detectar algunos comportamientos diferenciales entre ambos grupos durante el período 1989-1998. El período elegido se justifica por ser el último disponible en la Central de Balances para una muestra común de empresas. Sin embargo, esta fuente de información presenta algunas limitaciones que condicionan la validez de los resultados de cualquier análisis basado en ella. En primer lugar, su carácter de colaboración voluntaria por parte de las empresas que forman parte de la base crea un sesgo, principalmente en el agregado de empresas privadas, hacia las empresas más rentables y de mayor tamaño (6). Además, el número de empresas de la muestra de empresas privadas, que ascendía a 5.600 en el año 1998 (un 95,29 por 100 del total de empresas de la CBBE, que suponía el 79,24 por 100 del empleo total, el 80,55 por 100 del valor añadido bruto total y el 89,12 por 100 del valor total de la producción), es muy superior al de la muestra de empresas públicas, que en ese mismo año era de 277 (un 4,71 por 100 del total de empresas). En segundo término, el análisis agregado de empresas públicas frente a empresas privadas sin diferenciar los distintos sectores industriales limita la validez de sus resultados. Ya que la importancia del sector de actividad en explicar determinadas pautas de comportamiento empresarial hace que, más que diferencias entre públicas y privadas, existan diferencias entre los distintos sectores económicos en los que concurren unas y otras empresas, como ya se puso de manifiesto en el trabajo de Azofra, Fernández Alvarez, Hernangómez y Miguel Hidalgo (1991).

Asimismo, conviene diferenciar las empresas públicas que actúan en mercados *concurrentiales* (o competitivos) de las que operan en mercados no compe-



titivos. En el primer grupo de empresas, un cambio de propiedad implica mejoras en la eficiencia porque se modifican los sistemas de incentivos de los directivos y del resto de participantes. Sin embargo, en las empresas *no concurrentiales*, es el grado de competencia y el sistema de regulación de la empresa el que determina, en parte, su eficiencia (Cuervo, 1997).

Por otra parte, resultan relevantes los indicadores que se utilizan para evaluar los resultados de las empresas públicas frente a las privadas (productividad, costes, rentabilidades económica y financiera, maximización del valor de la empresa), porque las conclusiones pueden ser distintas. A ese respecto, Maroto (1997) propone evaluar los resultados de las empresas públicas más que con indicadores privados de rentabilidad-riesgo, con indicadores «sociales» como el valor añadido, el resultado económico bruto de explotación o la participación en rentas, ya que su actuación ha podido estar inspirada por objetivos, explícitos o implícitos, extraeconómicos de interés público.

Teniendo presentes todas esas limitaciones del análisis, y como datos más relevantes de las estructuras económica y financiera de ambos agregados (cuadro 2), se aprecia en las empresas públicas, en primer término, un mayor peso de su inmovilizado en su capital económico,

como consecuencia de su actividad en sectores intensivos en capital. En segundo lugar, un mayor endeudamiento, que se agudiza en los períodos recesivos, y que hace que el mayor volumen de gastos financieros derivados del mismo reduzca sus excedentes y perjudique la generación de recursos y la dotación de reservas. Todo lo cual realimenta las necesidades de mayores deudas de las empresas públicas.

Del mismo modo, los indicadores más habituales de resultados, como son las rentabilidades económica y financiera (gráficos 1 y 2), muestran peores resultados para las empresas públicas. Sin embargo, en los indicadores que no consideran los componentes del coste de personal, las amortizaciones y los gastos financieros, como son el valor añadido y el margen bruto de explotación, las empresas públicas presentan sistemáticamente mejores resultados que las privadas (gráficos 3 y 4). Por tanto, es en esos factores donde se concretan las actuaciones «ineficientes» de las empresas públicas: plantillas sobredimensionadas y con elevados costes salariales (cuadro 2), mayores dotaciones por amortización de su mayor capital económico inmovilizado, menor eficiencia en la administración de su activo, y elevadas cargas financieras de su más elevado endeudamiento.

Por último, en un análisis temporal de los indicadores de rentabilidad de

CUADRO 2
ESTRUCTURA ECONOMICO-FINANCIERA Y EMPLEO DE LAS EMPRESAS PUBLICAS Y PRIVADAS ESPAÑOLAS

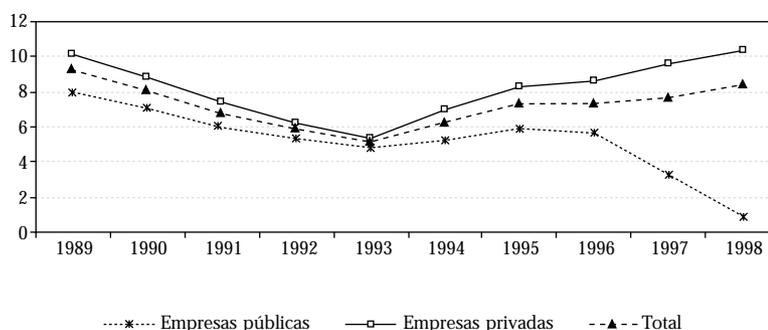
	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
ESTRUCTURA PATRIMONIAL										
Inversión en Inmovilizado Material respecto Inm. Mat. Neto										
Empresas públicas.....	18,1	19,5	17,9	11,5	9,5	8,8	9,9	10,3	6,7	10,3
Empresas privadas.....	10,5	11,8	11,7	11,5	9,6	8,5	11,8	12,9	11,4	9,5
Total.....	13,7	15,1	14,6	11,5	9,5	8,7	10,9	11,5	9,8	9,7
Ratio de endeudamiento (Rec.ajenos s/ pas. remunerado)										
Empresas públicas.....					53,4	51,9	46,6	44,3	44,4	43,6
Empresas privadas.....					47,6	44,8	42,9	38,3	40,1	39,7
Total.....					50,1	47,9	44,5	41,1	38,7	40,5
EMPLEO										
Número medio de trabajadores										
Empresas públicas.....	423,9	423,1	417,2	413,7	397,3	381,3	442,3	434,5	317,1	264,1
Empresas privadas.....	1.072,6	1.058,6	1.041	986,1	956,6	977,3	1.079,7	1.107,9	1.210,4	1.043,3
Total.....	1.496,5	1.481,6	1.458,2	1.399,7	1.353,9	1.358,5	1.522	1.542,3	1.527,5	1.307,4
Sueldos y salarios por trabajador (tasas crecimiento)										
Empresas públicas.....	11,7	7,5	9,7	9,4	4,5	4	4,8	4,5	3	3,7
Empresas privadas.....	10,1	9,3	7,6	7,5	4,7	4,2	2,9	2,5	1,2	1,4
Total.....	10,5	8,7	8,2	8,1	4,6	4,1	3,4	3	1,5	1,9
Remuneración de asalariados por trabajador (miles ptas)										
Empresas públicas.....					5.229,6	5.448,8	5.136	5.517,4	5.345,8	5.032,2
Empresas privadas.....					4.387,8	4.435,2	4.448	4.508,2	4.716,1	5.073,4
Total.....					4.626,8	4.719,7	4.647,9	4.792,5	4.846,9	5.065,1

Fuente: Elaboración propia a partir de Banco de España (1999), Central de Balances, resultados anuales de las empresas no financieras 1998.

ambos agregados de empresas, se evidencia la incidencia del ciclo económico en las empresas públicas y privadas, con una caída de los indicadores hasta la cima de la crisis económica de 1993 y una recuperación desde entonces que coincide con la etapa de recuperación y expansión económica. Sin embargo, a partir de 1996 las rentabilidades económica y financiera y el margen bruto de explotación de las empresas públicas han iniciado un descenso que puede deberse, en parte, a la reducción de la muestra que todavía permanece «abierta» para esos años, y en parte, a la privatización de las empresas públicas más rentables.

Por tanto, las conclusiones de estos análisis deben «suavizarse», ya que una gran parte de las empresas públicas privatizadas durante los últimos años en España han sido las más rentables, por lo que las empresas públicas que van quedando son pocas y las menos eficientes. Además, muchas ineficiencias de este

GRÁFICO 1
RENTABILIDAD DEL ACTIVO NETO



Fuente: Elaboración propia a partir de Banco de España (1999), Central de Balances, resultados anuales de las empresas no financieras 1998.

agregado se han ido poniendo de manifiesto conforme se han ido desregulando determinados sectores económicos que han dejado de ser mercados cautivos para las empresas públicas, como el del transporte aéreo o las telecomunicaciones.

Estudio de casos antes y después de la privatización de empresas públicas españolas

Basándonos en la metodología del «caso» de algunas empresas españolas privatiza-

das, se analiza si en esa muestra de empresas se ha producido una mejora en sus resultados por el cambio de su propiedad de pública a privada.

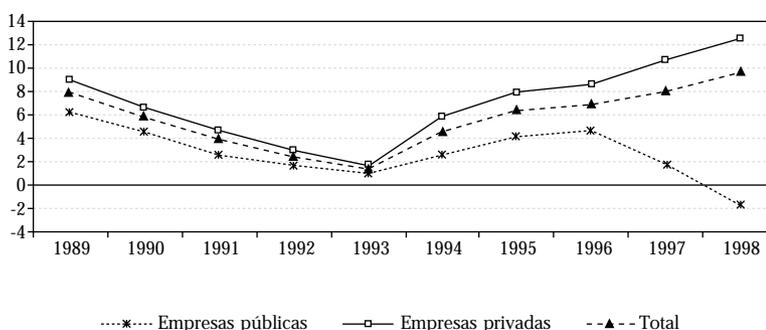
Los datos. Este análisis se limita a aquellas empresas públicas españolas que han sido vendidas total o parcialmente a inversores privados a través de Ofertas Públicas de Adquisición (OPV) en bolsa durante el período 1990-1999. Principalmente porque las empresas que se privatizan de esa forma continúan generando información económico-financiera directamente comparable a la información de antes de la privatización y disponible en la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Además, estas operaciones son importantes, porque al referirse a empresas públicas rentables, conllevan para el sector público dejar de percibir unos ingresos en forma de dividendos y dejar de participar en las revalorizaciones de las empresas por los beneficios que éstas reinvierten.

Se han seleccionado empresas cuya primera oferta pública de acciones se ha realizado durante el período 1990-1999 y tienen al menos una observación anual en los años -4 a -1 y en el período +1 a +4, siendo el año 0 el de la privatización. Así, la muestra definitiva de empresas está formada por diez empresas: ENDESA, GESA, ENCE, REPSOL, TABACALERA, ALDEASA, CSI-Aceralia, GAS NATURAL, INDRA y TELEFONICA.

Metodología e hipótesis a contrastar.

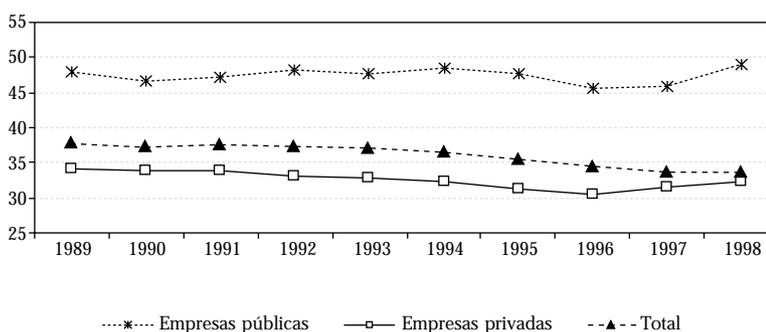
Para contrastar el impacto económico de los programas de privatización en España durante los últimos años examinamos las mismas variables que se emplearon en los trabajos de Megginson, Nash y Van Randenborgh (1994); Boycko, Shleifer y Vishny (1996) y D'Souza y Megginson (1999) para demostrar cómo la privatización de empresas públicas afecta a su comportamiento económico y financiero, al afectar a su rentabilidad, su eficiencia, sus inversiones, su estructura financiera, su política de dividendos, su empleo y su volumen de negocio. Por tanto, las hipótesis a contrastar ahora, sobre los efectos de la privatización en el caso español son las siguientes: (1) incrementa la rentabilidad de la empresa, (2) incrementa su eficiencia operativa, (3) incrementa sus inversiones en capi-

GRÁFICO 2
RENTABILIDAD DE LOS RECURSOS PROPIOS



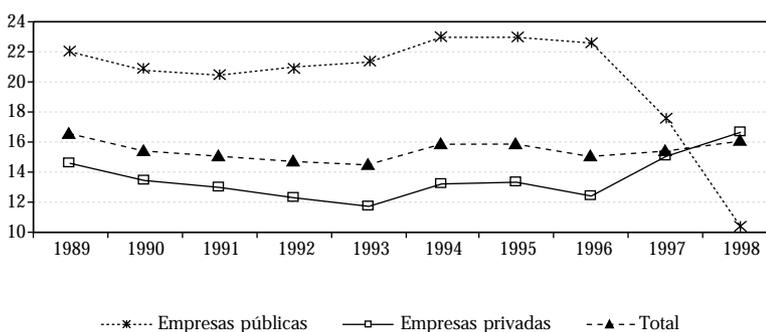
Fuente: Elaboración propia a partir de Banco de España (1999), Central de Balances, resultados anuales de las empresas no financieras 1998.

GRÁFICO 3
VALOR AÑADIDO BRUTO/PRODUCCIÓN



Fuente: Elaboración propia a partir de Banco de España (1999), Central de Balances, resultados anuales de las empresas no financieras 1998.

GRÁFICO 4
MARGEN DE EXPLOTACIÓN
(Rtdo. Bruto Explotación/Producción)



Fuente: Elaboración propia a partir de Banco de España (1999), Central de Balances, resultados anuales de las empresas no financieras 1998.

CUADRO 3
DEFINICIÓN DE LAS VARIABLES E HIPÓTESIS A CONTRASTAR

Variable	Fórmula	Hipótesis a contrastar
Rentabilidad	Rentabilidad de las ventas (RV) = B.º neto/Ventas	$RV_D > RV_A$
	Rentabilidad del activo (ROA) = BAI/Total activo	$ROA_D > ROA_A$
	Rentabilidad de los recursos propios (ROE) = B.º neto/RP	$ROE_D > ROE_A$
	Rtdo. Bruto de Explotación/Ventas (MARGBRU)	$RBE_D > RBE_A$
	Valor añadido/Ventas o valor producción (MARGENVA)	$VA_D > VA_A$
Eficacia operativa	Eficiencia de las ventas (EFVTAS) = Ventas/Total empleo	$EFVTAS_D > EFVTAS_A$
	Eficiencia del B.º neto (EFBN) = B.º neto/Total empleo	$EFBN_D > EFBN_A$
Inversión en capital	Gasto en capital respecto ventas (INVTAS) = Gasto en capital/ventas	$INVTAS_D > INVTAS_A$
	Gasto en capital respecto total activo (INTA) = Gasto en capital/Total activo	$INTA_D > INTA_A$
Producción	Ventas reales (VTAS) = Ventas nominales/IPC	$VTAS_D > VTAS_A$
Empleo	Empleo total (EMPL) = Número total de trabajadores	$EMPL_D < EMPL_A$
Endeudamiento	Deudas respecto Activo total (ENDE) = Tot. Deudas/Total Activo	$ENDE_D < ENDE_A$
Dividendos	Dividendos respecto ventas (DIV) = Dividendos/ventas	$DIV_D > DIV_A$

Se utilizan los subíndices A y D para identificar antes y después de la privatización respectivamente.
Fuente: Elaboración propia.

tal, (4) aumenta su volumen de negocio, (5) disminuye su empleo, (6) disminuye su nivel de endeudamiento, y (7) incrementa sus pagos por dividendos. El cuadro 3 presenta la definición de las variables utilizadas en el análisis y los efectos económicos que la teoría atribuye a los procesos de privatización de empresas públicas, y cuya verificación se pretende contrastar en la muestra de empresas españolas privatizadas.

Para contrastar estas percepciones, en un primer análisis descriptivo se ha realizado un contraste de igualdad de medianas de las variables antes y después de las privatizaciones para identificar comportamientos diferenciales en la muestra de empresas privatizadas antes y después de su privatización. Una vez definidas las variables «proxies» para cada empresa para un período de nueve años (1990-1997), se calcula la media de cada variable para cada empresa antes y después de la privatización (7). Como el año de la privatización (año 0) incluye períodos de propiedad pública y privada se excluye del análisis. Sobre esos valores medios de las variables antes y después de la privatización, se aplica el contraste de igualdad de medianas de Wilcoxon como principal método no paramétrico para verificar cambios significativos en las variables (8). Este método contrasta si las diferencias entre los valores medios de cada una de las empresas de la muestra antes y des-

pués de la privatización para cada variable es igual a cero (hipótesis nula).

El segundo análisis realizado consiste en la estimación de modelos de regresión lineal, por Mínimos Cuadrados Ordinarios (MCO) y Mínimos Cuadrados Generalizados (MCG), utilizando el panel de datos formado por la muestra de diez empresas públicas españolas privatizadas durante el período 1990-1999. Se pretende detectar si la estructura de propiedad de esas empresas (pública o privada) explica en alguna medida los diversos indicadores económico-financieros definidos en el cuadro 3 para medir la rentabilidad de la empresa, su eficiencia operativa, sus inversiones en capital, su volumen de negocio, su empleo, su nivel de endeudamiento, y sus pagos por dividendos. La especificación de los modelos estimados es la siguiente:

$$I_{it} = c + \beta \cdot \text{PROPPRIV}_{it} + \lambda_i + \gamma_t \cdot \text{FICTICIA}_i$$

donde I_{it} es el indicador económico de la empresa i en el año t (variable dependiente),

PROPPRIV_{it} es el porcentaje de propiedad privada de la empresa i en el año t (en tanto por uno),

λ_i es el coeficiente estimado para reflejar los efectos individuales fijos de la empresa i , y

γ_t recoge los efectos temporales. Se incluyen T-1 variables *dummy* ficticias para medir los efectos temporales (γ_t), siendo T el número de periodos (uno de los efectos temporales no se introduce para evitar el problema de multicolinealidad perfecta). En este caso se introducen 8 variables ficticias que hacen referencia respectivamente a los años 1991 a 1999.

El cuadro 4 muestra las relaciones y los signos esperados para los coeficientes de regresión de los distintos modelos a estimar, de acuerdo con las hipótesis previas basadas en los fundamentos teóricos del análisis de los efectos de los procesos de privatización.

Resultados: Efectos de las privatizaciones en España. El cuadro 5 presenta un resumen de los resultados de la aplicación del contraste de Wilcoxon de igualdad de mediana antes y después de la privatización. Como puede apreciarse en el mismo, tan sólo resultan significativas las diferencias de medianas antes y después de la privatización en las variables que miden la eficiencia de las ventas y la inversión en capital. El signo de las diferencias en la variable que mide eficiencia resulta el esperado; es decir, la muestra de las diez empresas españolas analizada mejora su eficiencia operativa, medida como la «ratio» Ventas/Total empleo, al privatizarse. Sin embargo, el gasto de inversión en capital de esas

empresas disminuye y no aumenta como cabría suponer según indica el signo esperado de la relación entre ambas variables (propiedad privada y gasto en inversión). Ello puede justificarse por el mayor control del gasto que posiblemente llevarán a cabo los directivos de la empresa privada, sujetos a un sistema de incentivos más eficaz que los gestores públicos, según indican las teorías de la agencia y los derechos de propiedad. O simplemente que al tratarse de indicadores medidos a través de «ratios», sean los denominadores de las mismas (ventas o activo total) los que se incrementen haciendo que, aún con mayor gasto en capital, las «ratios» disminuyan. A ese respecto, el activo total de las empresas suele incrementarse cuando éstas se privatizan por la actualización de valores de activo que llevan a cabo, al eximirse la tributación de plusvalías en ciertos casos.

Por su parte el cuadro 6 presenta los resultados de la estimación de este modelo por los métodos de Mínimos Cuadrados Ordinarios (MCO) y de Mínimos Cuadrados Generalizados (MCG), siguiendo dos especificaciones distintas en ambos métodos, según se consideren o no los efectos fijos individuales y temporales para el análisis. Las conclusiones más importantes de esas estimaciones son las siguientes:

a) Como se aprecia en dicho cuadro, la variable que los distintos modelos contemplan (PROPPRIV) resulta siempre significativa al aplicar los métodos de estimación MCO o MCG (es decir, corrigiendo por heterocedasticidad, aprovechando la información individual que los datos de panel ofrecen) en el modelo explicativo de la rentabilidad de las ventas.

b) Sin embargo, la variable «propiedad privada» (PROPPRIV) resulta poco significativa para explicar el resto de indicadores que miden la rentabilidad (ROA, ROE, margen de resultado bruto de explotación y margen de valor añadido), la eficiencia operativa, la producción, el empleo, el endeudamiento y el pago de dividendos, en las especificaciones de los modelos que consideran los efectos individuales y temporales. Cuando las estimaciones excluyen dichos efectos individuales y temporales, los coeficien-

CUADRO 4
RELACIONES ESPERADAS EN LOS MODELOS DE REGRESIÓN

VARIABLE DEPENDIENTE:

Estructura de propiedad: Porcentaje de propiedad privada

	Relación o signo esperado
Rentabilidad	Positiva
Eficiencia operativa	Positiva
Inversión en capital.....	Positiva
Producción.....	Positiva
Dividendos.....	Positiva
Empleo.....	Negativa
Endeudamiento	Negativa

Fuente: Elaboración propia.

tes obtenidos resultan significativos, por lo que a mayor porcentaje de propiedad privada de las empresas mayores rentabilidades económica y financiera, márgenes de resultado bruto de explotación y de valor añadido sobre ventas, eficiencia operativa, producción, empleo, endeudamiento y pago de dividendos. No obstante, los coeficientes de determinación de los modelos estimados informan de la mayor capacidad explicativa de las estimaciones que consideran los efectos individuales y temporales (precisamente aquéllas en las que la variable «propiedad privada» dejaba de ser significativa). Por tanto, la introducción de estos efectos parece de vital importancia para captar la heterogeneidad individual al nivel de empresas y la influencia del ciclo económico. En consecuencia, la explicación de esos indicadores de rentabilidad, eficiencia, producción, empleo, endeudamiento y dividendos se debe más a las características específicas de cada empresa de la muestra considerada (en donde se incluyen su sector de actividad, su pertenencia a un sector de precios regulados o no y su actuación en un mercado concurrential o no) que a su estructura de propiedad.

c) Finalmente, la estimación del modelo explicativo del gasto de inversión en capital respecto el volumen total de activo, por MCO, introduciendo efectos fijos individuales y temporales resulta significativo, pero con el signo del coeficiente de regresión contrario al inicialmente esperado. Por tanto, a mayor proporción de propiedad privada en una empresa, menor es su gasto en inversión de capital, lo que se explicaría por el mayor

control sobre el gasto ejercido por los gestores privados o porque les sobreviene un exceso de capacidad instalada frente a la demanda del nuevo mercado potencial (con más concurrentes). Este resultado coincide con el del trabajo de Boycko, Shleifer y Vishny (1996), que muestra cómo las empresas públicas invierten más que las privadas porque proporcionan al gobierno un medio para aumentar la inversión y porque cuentan con financiación pública para realizar esas inversiones.

●●●●●●●●●●
Conclusiones

Los procesos de privatizaciones de empresas públicas pretenden cumplir unos objetivos económicos de los países que los llevan a cabo, tales como la desregulación y liberalización de sus distintos sectores económicos, ampliar el número de propietarios de las empresas potenciando el denominado «capitalismo popular», generar recursos para el sector público y reducir el déficit y, especialmente, incrementar la eficiencia en el sistema para conseguir una mejora del bienestar económico.

Sin embargo, para que la privatización de las empresas públicas mejore la eficiencia del sistema empresarial en su conjunto, el aumento de la competencia es una condición necesaria. Asimismo, para garantizar el éxito de las privatizaciones y el cumplimiento de sus finalidades, se deben estudiar las formas alternativas de venta de empresas públicas, el mercado donde actúa la empresa, si per-

CUADRO 5
CUADRO RESUMEN DE LOS RESULTADOS DEL CONTRASTE DE WILCOXON

Variables	Media antes privatización (mediana)	Media después de privatización (mediana)	Media del cambio (mediana)	Estadístico t para igualdad de medianas (después-antes)
Rentabilidad				
Rentabilidad de las ventas (RV)	0,2151 (0,1238)	0,4292 (0,1162)	0,2141 (-0,0076)	-0,0378
Rentabilidad del activo (ROA)	0,0823 (0,0796)	0,0678 (0,0467)	-0,0145 (-0,0329)	0,4914
Rentabilidad de los recursos propios (ROE)	0,3006 (0,3340)	0,1229 (0,1157)	-0,1777 (-0,2183)	1,5497
Margen de Rtdo. Bruto Explot. (MARGBRU).....	0,2176 (0,1623)	0,2619 (0,2501)	0,0443 (0,0878)	0,6425
Margen de Valor añadido (MARGENVA)	0,3976 (0,3427)	0,3891 (0,3389)	-0,0085 (-0,0038)	0,1134
Eficiencia operativa				
Eficiencia de las ventas (EFVTAS)	41,1118 (40,0172)	68,2141 (53,3348)	27,1023 (13,318)	1,7764 (*)
Eficiencia del B° neto (EFBN)	8,2329 (4,5641)	35,9386 (5,7184)	27,7057 (1,1543)	0,7181
Inversión en capital				
Gasto en capital respecto ventas (INVTAS).....	3,4174 (0,6369)	1,9015 (0,1360)	-1,5159 (-0,5009)	1,6253 (*)
Gasto en capital respecto total activo (INTA)	0,3436 (0,2502)	0,1282 (0,1201)	-0,2153 (-0,1301)	2,0788 (**)
Producción				
Ventas reales (VTAS)	2.108,84 (521,56)	2.392,93 (1.086,52)	284,09 (564,96)	0,4914
Empleo				
Empleo total (EMPL).....	10.082,72 (2.039,42)	8.736,64 (1.952,22)	-1.346,08 (-87,195)	0,1890
Endeudamiento				
Deudas respecto Activo total (ENDE)	0,4702 (0,4470)	0,4574 (0,4357)	-0,018 (-0,0113)	-0,0378
Dividendos				
Dividendo respecto ventas (DIV).....	0,1793 (0,0311)	0,2728 (0,0477)	0,0935 (0,0166)	0,7937

(*) (**) Nivel de significación al 5 y 10 por 100 respectivamente.
Fuente: Elaboración propia a partir de la información de la CNMV.

tenece a un sector estratégico, la reacción de los grupos «beneficiados» por ella, así como los métodos de privatización de las empresas públicas.

Como se ha demostrado empíricamente en la muestra de empresas españolas privatizadas durante los últimos años, la relación entre ineficiencia y titularidad pública no es fácil de establecer. Del análisis comparado de los agregados de empresas públicas y privadas españolas de la CBBE se deducen unos peores

resultados de las empresas públicas, si bien esa muestra de empresas tiene un sesgo hacia las empresas privadas más rentables y de mayor dimensión y hacia las empresas públicas menos rentables que van conformando ese agregado sobre todo durante los últimos años.

Asimismo, algunos indicadores de resultados de la muestra de diez empresas españolas privatizadas han mejorado, como se desprende de los análisis econométricos realizados; lo que coincide

con las aportaciones teóricas para explicar las razones que justifican la mayor eficiencia de las empresas privadas frente a las públicas, y que se fundamentan en las especiales relaciones de agencia inherentes a las empresas públicas y en la dificultad de ejercitar los derechos de propiedad por sus «propietarios».

Sin embargo, en esa muestra de empresas no existen resultados concluyentes sobre la mejora de eficiencia de las empresas al cambiar su titularidad de

CUADRO 6
CUADRO RESUMEN DE LOS RESULTADOS DE LOS MODELOS DE REGRESION ESTIMADOS
PARA VERIFICAR LOS EFECTOS ECONOMICOS DE LA PROPIEDAD PRIVADA DE LAS EMPRESAS

	Método: Mínimos Cuadrados Ordinarios (MCO)		Método: Mínimos Cuadrados Generalizados (MCG)	
	I	II	III	IV
Efectos individuales y temporales.....	Sí	No	Sí	No
Período muestral.....	1990-99	1990-99	1990-99	1990-99
Número de observaciones.....	100	100	100	100
Variables dependientes de los distintos modelos:				
<i>Rentabilidad</i>				
Rentab. de las ventas (RV)	1,18 (2,23)	0,69 (5,11)	0,20 (1,09)	0,39 (6,40)
– Coefic. de determinación.....	0,46	0,06	0,46	0,003
Rentab. del activo (ROA)	-0,05 (-1,14)	0,09 (6,67)	-0,03 (-1,54)	0,09 (23,65)
– Coefic. de determinación.....	0,56	-0,14	0,86	0,77
Rentab. rec. propios (ROE)	-0,14 (-0,21)	0,25 (1,79)	-0,15 (-1,10)	0,20 (7,46)
– Coefic. de determinación.....	0,20	-0,04	0,81	0,04
Margen Rtdo. Bruto Explot.	-0,04 (-0,48)	0,36 (8,51)	-0,07 (-1,18)	0,34 (27,48)
– Coefic. de determinación.....	0,84	-0,07	0,96	0,85
Margen de Valor añadido.....	0,007 (0,07)	0,57 (10,75)	-0,05 (-0,78)	0,47 (17,83)
– Coefic. de determinación.....	0,84	-0,36	0,96	0,41
<i>Eficiencia operativa</i>				
Eficiencia de las ventas	-18,02 (-0,49)	84,16 (8,50)	-6,71 (-0,36)	73,21 (13,60)
– Coefic. de determinación.....	0,44	-0,20	0,73	0,08
Eficiencia del B.º neto	23,24 (0,36)	52,66 (3,51)	-2,64 (-0,19)	13,94 (3,91)
– Coefic. de determinación.....	0,38	0,04	0,34	-0,24
<i>Inversión en capital</i>				
Gasto en capital s/ventas.....	-17,46 (-1,75)	4,28 (1,86)	-0,73 (-0,40)	0,42 (2,25)
– Coefic. de determinación.....	0,37	0,007	0,23	-0,08
Gasto en capital s/Tot activo	-0,32 (-2,62)	0,16 (5,40)	-0,13 (-1,29)	0,17 (8,40)
– Coefic. de determinación.....	0,43	0,017	0,41	0,22
<i>Producción</i>				
Ventas reales	-376,93 (-0,49)	3.864,76 (7,14)	-309,91 (-1,11)	1.845,02 (6,06)
– Coefic. de determinación.....	0,93	0,037	0,98	-0,43
<i>Empleo</i>				
Empleo total.....	-263,67 (-0,19)	16.482,63 (4,83)	-401,15 (-0,91)	6.242,76 (7,88)
– Coefic. de determinación.....	0,99	0,04	0,98	-0,17
<i>Endeudamiento</i>				
Deudas respecto Activo total	-0,032 (-0,36)	0,64 (12,48)	-0,007 (-0,13)	0,64 (21,86)
– Coefic. de determinación.....	0,62	-2,64	0,93	0,25
<i>Dividendos</i>				
Dividendo respecto ventas	0,27 (1,15)	0,46 (3,95)	-0,01 (-0,25)	0,06 (3,12)
– Coefic. de determinación.....	0,87	0,04	0,81	-0,27

NOTAS:

La variable explicativa es en todos los modelos el porcentaje de propiedad privada (PROPPRIV).

Valores de los coeficientes de regresión estimados para la variable independiente PROPPRIV, entre paréntesis los estadísticos «t», y debajo el coeficiente de determinación de cada modelo.

Fuente: Elaboración propia a partir de la información de la CNMV.

pública a privada. En primer término, porque la valoración de los resultados de la empresa pública es una tarea com-

pleja por la multiplicidad de objetivos que con ella se persiguen. En segundo y más importante lugar, porque esas

empresas desarrollan su actividad en sectores económicos muy distintos, algunas actúan en sectores con un grado de

competencia bajo u otros fallos del mercado (Endesa, Gesa, Gas Natural y Telefonica), en sectores cíclicos (Ence), en sectores maduros (Csi-Aceralia), o en monopolios fiscales (como Aldeasa). Todo lo cual incide, sin duda, en los resultados de esas empresas, probablemente en mayor medida que el carácter de su titularidad. De hecho, la liberalización de sectores ha terminado con los mercados cautivos de algunas de esas empresas, y ha sido la condición necesaria para que las privatizaciones resultasen positivas para los clientes y los usuarios de los productos y servicios, ya que la mayor competencia y la búsqueda de la maximización del valor de la empresa siempre redundan en mejoras de calidad y precios de los productos y servicios prestados.

Del mismo modo, también afectan a los resultados de las empresas públicas privatizadas, los diferentes instrumentos de reservas de dominio (núcleos duros y «golden share») introducidos en cada proceso de privatización de esas empresas. El cuadro 7 refleja las empresas españolas que han establecido «acciones de oro» en sus privatizaciones.

En cualquier caso, la política de privatizaciones en España ha contribuido a profundizar el mercado financiero español, y a cubrir la creciente demanda de activos de renta variable. También ha

CUADRO 7
EMPRESAS ESPAÑOLAS CON «GOLDEN SHARE»

	Años de vigencia	Año que finaliza
Repsol	10	2005
Telefónica	10	2007
Argentaria.....	3	2001 (1 enero)*
Altadis (antigua Tabacalera)	8	2000 (5 octubre)**
Endesa	10	2008
Indra	7	2006
Iberia	5+2 prorrogable	2006-2008

* Después de la fusión con BBV, la «golden share» sólo permanece en el caso del Banco de Crédito Local (BCL).

** Después de la fusión con la francesa Seita, la «golden share» se redujo del 2006 al 2000.

Fuente: GÁMIR (1999), *El Mundo* (6/7/2000) y *El País* (7/2000).

CUADRO 8
CAPITALISMO POPULAR

Empresa	% del tramo minorista s/total OPV	Volumen del tramo minorista (Mill. euros)	Volumen de la OPV (Mill. euros)
Telefónica 1997	58,99	2.056,38	3.485,99
Repsol 1997	51,00	521,09	1.021,75
Endesa 1997	67,50	2.755,00	4.081,50
CSI-Aceralia 1997	73,39	544,75	742,27
Argentaria 1998	54,50	1.122,26	2.059,20
Tabacalera 1998 (ahora Altadis).....	74,13	1.120,00	1.664,30
Endesa 1998	78,52	4.860,39	6.190,00
Indra 1999	44,03	192,40	436,97
REE 1999	49,30	168,05	340,88
Iberia 2000	-	-	1.092,28
Media	61,26	1.428,26	2.111,51

Fuente: Expansión, 24 marzo 1999.

CUADRO 9
EVOLUCION DE LOS PRECIOS Y RENTABILIDADES DE LAS ACCIONES DE LAS EMPRESAS PRIVATIZADAS

Acciones	Fecha de la privatización	Precio acción OPV (en euros)	Precio acción actual* (en euros)	Revalorización (en %)	Rendimiento anual real por plusvalías (en %)**	PRO MEMORIA Evolución IBEX desde privatización hasta actualidad (en %)
Telefónica	Feb. 1997	19,46	23,01	18,71	2,57	107,89
Repsol	Abr. 1997	11,62	21,56	85,54	17,16	86,64
Endesa	Oct. 1997	15,52	21,88	40,98	9,83	72,86
Aldeasa	Oct. 1997	19,65	21,50	9,41	0,70	72,86
CSI-Aceralia	Dic. 1997	12,50	9,13	26,96	-10,94	52,02
Argentaria (ahora BBVA)	Feb. 1998	15,71	16,08	6,94	0,23	23,92
Tabacalera (ahora ALTADIS)	Abr. 1998	19,13	14,96	-21,80	-10,91	10,01
Endesa	Jun. 1998	20,26	21,88	8,00	0,66	8,70
Indra	Mar. 1999	8,94	24,52	174,27	90,23	13,23
REE	Julio 1999	7,999	10,60	32,52	22,87	17,44

* A 22 de septiembre de 2000.

** Descontada la inflación en cada año.

Fuente: Elaboración propia a partir de la Bolsa de Madrid.

permitido ampliar y diversificar el accionariado de las empresas (9), y modificar los hábitos de ahorro (cuadro 8). Así, los tramos minoristas están teniendo una gran acogida y más de cuatro millones de pequeños ahorradores se han incorporado al accionariado de las empresas privatizadas, lo que está produciendo una auténtica revolución en sus estructuras de participación. El éxito para los inversores, sin embargo, no es generalizado y se explica principalmente por la naturaleza de algunas empresas, por la fijación adecuada de precios de venta en algunas otras (10), y porque algunas acciones están ofreciendo una revalorización importante en bolsa, además de dividendos atractivos, aunque en términos generales las revalorizaciones están por debajo de la del IBEX 35 (cuadro 9).

En la valoración de los procesos de privatización desarrollados en España durante los últimos años, hay que indicar que también ha resultado positiva en la minimización de los costes de las operaciones. La disminución de las comisiones de las OPV de las privatizaciones españolas más recientes confirman una clara tendencia a la baja y son comparativamente menores que los de las últimas privatizaciones europeas (Cuervo, 1997).

En definitiva, los países desarrollados están inmersos en procesos privatizados de sus empresas públicas porque el papel del Estado está cambiando radicalmente. El Estado productor debe ser sustituido por el Estado regulador, que debe dirigir su actuación a facilitar la actividad industrial y la competencia, definiendo los marcos de referencia y regulando las reglas de su desarrollo. Sin embargo, y a pesar de los esfuerzos generalizados de privatización en todo el mundo desde 1980, las empresas públicas todavía contribuyen en un porcentaje significativo al PIB de muchos países. Tanto los países desarrollados como los que están en vías de desarrollo están comprometidos a reducir más el papel del Estado y a estimular la eficiencia de sus economías. La privatización es, y continuará siendo, la principal vía para conseguir ese proceso de transformación del papel del Estado. Sin embargo, el éxito de la privatización requiere de solventes políticas de gestión por parte de las empresas privatizadas.

De hecho, para asegurar el éxito de las privatizaciones se debe prestar cada vez más atención a las reformas en la gestión, dirección y gobierno de las empresas privatizadas, introduciendo mecanismos de control o disciplina de los agentes que intervienen en la empresa, y a incrementar la competencia de los mercados donde operan esas empresas, liberalizando los distintos sectores de la actividad económica.



Notas

(1) Véase el trabajo de Vergés (1998) que analiza la importancia que, durante los últimos años, han tenido los ingresos extraordinarios procedentes de la privatización de las grandes empresas públicas españolas de cara a la reducción a corto plazo del déficit público de España.

(2) Examinan el efecto de la privatización en el uso de los inputs y por tanto del trabajo, del capital y otros suministros, en 11 empresas privatizadas en el R.U. en los años 80. La privatización está asociada con una mayor productividad y unos menores empleo y salarios relativos. Por otra parte, no existe evidencia de que la regulación estatal continuada haya provocado que las empresas se comporten de forma diferente a otras empresas privatizadas.

(3) Según la teoría de los derechos de propiedad, la propiedad de un bien o un activo implica tener «derechos residuales de control» —derecho a tomar cualquier decisión relativa al uso del bien o del activo que no esté explícitamente controlada por la ley o asignada a terceros mediante contrato— y «derechos a la apropiación de los rendimientos residuales».

(4) El grueso de estas grandes «nuevas» empresas públicas surgidas o ampliadas como consecuencia de estos procesos de reestructuración y concentración (Repsol, Inespal, Indra, Tabacalera, Endesa, Argentaria y CSI) son las que han protagonizado y protagonizan la fase posterior y actual de privatizaciones, caracterizada por la venta de sucesivos paquetes de sus acciones en el mercado bursátil.

(5) Maroto (1991) ofrece un estado de la cuestión de los análisis económico-financieros comparativos entre empresas públicas y privadas en España existentes hasta el año 1991.

(6) El número medio de trabajadores de las empresas privadas se sitúa alrededor de 1.000 empleados por empresa, mientras que en las empresas públicas no alcanza los 550 trabajadores por empresa en ninguno de los años del período analizado (cuadro 2).

(7) A efectos prácticos de este contraste, se considera que se produce la privatización de una empresa cuando al menos el 50 por 100 de su propiedad es privada.

(8) El programa informático utilizado para llevar a cabo este contraste es el Econometric Views, que informa del valor de probabilidad «p» para la aproximación normal al estadístico T de Wilcoxon.

(9) El trabajo de Arcas Pellicer y Ruiz Cabestre (1999) resalta la significativa participación de los inversores particulares en las OPVs de empresas públicas, así como la tendencia creciente de inversores internacionales en las mismas.

(10) Aunque existe una tendencia a la subvaloración del precio de venta de las acciones en las OPV de empresas públicas españolas, la dimensión de ese premio bursátil (o lucro cesante) ha sido menor en España que en el Reino Unido, por lo que la privatización española ha sido más eficiente que la británica en cuanto a ingresos cesantes por premio bursátil en OPV (Bel Queralt, 1998).

• • • • •

Bibliografía

- ALCHIAN, A. (1988): «Some economics of property rights», en RICKETTS, M. (ed.), *Neoclassical Microeconomics*, Edward Elgar.
- ANDERSON, S. P.; DE PALMA, A. y THISSE, J. F. (1997): «Privatization and efficiency in a differentiated industry», *European Economic Review*, número 41, páginas 1635-1654.
- ARCAS, M. J. y RUIZ, F. J. (1999): «Los efectos de la privatización de empresas sobre su comportamiento económico y financiero: el caso de Repsol», *Hacienda Pública Española*, número 149, páginas 21-33.
- ARGIMÓN, I.; ARTOLA, C. y GONZÁLEZ-PÁRAMO, J. M. (1999): «Empresa pública y empresa privada: titularidad y eficiencia», *Moneda y Crédito*, número 209, páginas 45-93.
- AZOFRA, V.; FERNÁNDEZ ALVAREZ, A. I.; HERNÁNDEZ, J. y MIGUEL HIDALGO, A. (1991): «Análisis sectorial del comportamiento financiero de las empresas públicas y privadas en España: Un enfoque multivariante», *Anales Económicos y Empresariales*, número 6, Valladolid.
- BARBERIS, N.; BOYCKO, M.; SHLEIFER, A. y TSUKANOVA, N. (1996): «How Does Privatization Work? Evidence from the Russian Shops», *Journal of Political Economy*, volumen 104, número 4, páginas 764-790.
- BEL QUERALT, G. (1998) «Privatización en España, OPVs y premio bursátil: ¿aprendimos algo de la experiencia británica?».

- Hacienda Pública Española*, número 144, páginas 3-15.
- BOARDMAN, A. E. y VINING, A. R. (1989): «Ownership and Performance in Competitive Environments: A Comparison of the Performance of Private, Mixed, and State-Owned Enterprises», *Journal of Law and Economics*, volumen 32, abril, páginas 1-33.
- BOUSSOFIANE, A.; MARTIN, S. y PARKER, D. (1997): «The impact on technical efficiency of the UK privatization programme», *Applied Economics*, número 29, páginas 297-310.
- BOYCKO, M.; SHLEIFER, A. y VISHNY, R. W. (1996): «A theory of privatization», *Economic Journal*, número 106, páginas 309-319.
- CESKA, R. (1996): «The performance of privatised enterprises», *Trends and Policies in privatisations*, volumen III, número I, OCDE, París.
- CUERVO, A. (1997): *La privatización de la empresa pública*, Ediciones Encuentro, Madrid.
- (1989): «La empresa pública: estructura financiera, rentabilidad y costes financieros», *Papeles de Economía Española*, número 38.
- CUERVO, A. y MAROTO, J. A. (1983): «Análisis económico-financiero comparativo entre grandes empresas industriales, públicas y privadas. Años 1979-1980 y 1980-1981», *Economía Industrial*, número 231, junio-mayo, páginas 49-72.
- CUERVO, A. y VILLALONGA, B. (1999): «Privatización y eficiencia empresarial: Hacia un modelo explicativo a nivel empresa», *Economía Industrial*, número 328, páginas 29-42.
- D'SOUZA, J. y MEGGINSON, W. L. (1999): «The Financial and Operating Performance of Privatized Firms during the 1990s», *The Journal of Finance*, volumen 54, número 4, páginas 1397-1438.
- ECKEL, C.; ECKEL, D. y SINGAL, V. (1997): «Privatization and efficiency: Industry effects of the sale of British Airways», *Journal of Financial Economics*, número 43, páginas 275-298.
- ECKEL, C. C. y VINING, A. R. (1982): «Toward a Positive Theory of Joint Enterprise», en STANBURY, W. T. y THOMPSON, F. (Eds.), *Managing Public Enterprises*, Praeger, Nueva York.
- GÁMIR, L. (1999): «Análisis de lad OPVs de empresas públicas en España», *Economía Industrial*, número 328, páginas 115-130.
- GEDDES, R. R. (1997): «Ownership, regulation, and managerial monitoring in the electric utility industry», *Journal of Law and Economics*, volumen 40, abril, páginas 261-288.
- MARTÍN, S. y PARKER, D. (1997): *The Impact of Privatisation: Ownership and Corporate Performance in the UK*, Routledge, Londres.
- MEGGINSON, W. L.; NASH, R. C. y VAN RANDENBORGH, M. (1994): «The Financial and Operating Performance of Newly Privatized Firms: An International Empirical Analysis», *The Journal of Finance*, volumen 49, número 2, páginas 403-452.
- MILLWARD, R. y PARKER, D. M. (1983): «Public and private enterprise: comparative behavior and relative efficiency», en: MILLWARD, R.; PARKER, D. M., ROSENTHAL, L.; SUMNER, M. T. y TOPHAM, N. (Eds.), *Public sector economics*, Longman, Londres.
- ÖZKAYA, M. y ASKARI, H. (1999): «Management of Newly Privatized Companies: Its Importance and How Little We Know», *World Development*, volumen 27, número 6, páginas 1097-1114.
- PAMPILLÓN, R. (1997): «Concurrencia y transparencia en las privatizaciones en España», *Boletín Económico del ICE*, número 2546, páginas 25-34.
- PARKER, D. (1999): «Regulation of privatised public utilities in the UK: performance and governance», *International Journal of Public Sector Management*, volumen 12, número 3, páginas 213-235.
- PESTIEAU, P. y TULKENS, H. (1993): «Assessing and Explaining the Performance of Public Enterprises», *Finanz Archiv*, volumen 50, número 3, páginas 293-323.
- RESS, R. (1988): «Inefficiency, Public Enterprise and Privatization», *European Economic Review*, número 32, páginas 422-431.
- SANCHÍS, J. A. (1996): «Privatización y eficiencia en el sector público español», *Revista de Economía Aplicada*, volumen 4, número 10, páginas 65-92.
- SAVING, J. L. (1998): «Privatization and the Transition to a Market Economy», *Federal Reserve Bank of Dallas. Economic Review*, cuarto trimestre.
- SHLEIFER, A. (1998): «State versus Private Ownership», *Journal of Economic Perspectives*, volumen 12, número 4, páginas 133-150.
- SHORT, H. y KEASEY, K. (1999): «Managerial ownership and the performance of firms: Evidence from the UK», *Journal of Corporate Finance*, número 5, páginas 79-101.
- VICKERS, J. y YARROW, G. (1998): *Privatization: an economic analysis*, MIT Press, Cambridge.
- VERGÉS, J. (1998): «Efectos de las privatizaciones españolas sobre los Presupuestos Generales del Estado», *Hacienda Pública Española*, número 147, páginas 215-231.
- VERNON-WORTZEL, H. y WORTZEL, L. H. (1989): «Privatization: Not the only answer», *World Development*, volumen 17, número 5, páginas 633-641.
- GONZÁLEZ-PÁRAMO, J. M. (1995): «Privatización y eficiencia: ¿es irrelevante la titularidad?», *Economistas*, número 63, páginas 32-43.
- GRAY, C. (1996): «In Search of Owners: Privatization and Corporate Governance in Transition Economies», *World Bank Research Observer*, número 11, (agosto), páginas 179-197.
- KAY, J. A. y THOMPSON, D. J. (1986): «Privatization: A policy in search of a rationale», *Economic Journal*, número 96, páginas 18-38.
- KOLE, S. R. y MULHERIN, J. H. (1997): «The government as a shareholder: A case from the United States», *Journal of Law and Economics*, volumen 40, abril, páginas 1-22.
- LA PORTA, R. y LOPEZ-DE-SILANES, F. (1997): «The benefits of privatization: Evidence from Mexico», *Working Paper Series, National Bureau of Economic Research*, número 6215.
- MAÑAS, L. A. (1998): «La experiencia de una década de privatizaciones», *Información Comercial Española*, número 772, páginas 145-175.
- MAROTO, J. A. (1991): «Los análisis económico-financieros comparativos entre empresas públicas y privadas en España: Un estado de la cuestión», en *Homenaje a María de los Angeles Gil Luezas*.
- (1995): «Posibilidades y limitaciones del análisis económico-financiero de las empresas españolas», *Papeles de Economía Española*, número 62, páginas 113-136.
- (1997): «Las empresas públicas españolas: Análisis comparado, en clave empresarial», *Cuadernos de Información Económica*, número 119, febrero, páginas 1-9.