

# FACTORES DETERMINANTES DE LA REESTRUCTURACIÓN INTERNA DE LAS EMPRESAS PRIVATIZADAS

**PATRICIA BACHILLER (\*)**

Departamento de Contabilidad y Finanzas  
Universidad de Zaragoza

Las empresas públicas privatizadas que operan en un entorno de liberalización de los mercados asumen un riesgo si no actúan de forma eficiente, por lo que deben realizar cambios organizacionales, modificando y adaptando sus objetivos para garantizar su permanencia en el mercado (Parker, 1995). Asimismo, deben iniciar procesos de expansión para

beneficiarse de las nuevas oportunidades de negocio y financieras que ofrecen los mercados (D'Souza *et al.*, 2001; 2005).

Hasta la fecha, la mayoría de los trabajos publicados en materia de privatizaciones han estudiado si el cambio de titularidad ha supuesto una mejora o no en el desempeño de las empresas, comparando, en su mayoría, los ratios económicos de las empresas antes y después de su privatización, y teniendo en cuenta principalmente las teorías de agencia y de la elección pública. No obstante, para analizar el rendimiento de las empresas privatizadas también es necesario considerar los cambios organizacionales internos que se han producido en ellas (Zahra *et al.*, 2000), es decir, la modificación de los objetivos, las estrategias y la estructura de las empresas debido a la presión de los nuevos propietarios y de los mercados de capitales y la creación de sistemas de incentivos de la dirección (Cuervo y Villalonga, 2000).

Se ha prestado una menor atención al estudio de los cambios internos que la privatización provoca en la empresa, así como en los factores que explican las variaciones en el rendimiento empresarial (Villalonga, 2000). Por ello, en este trabajo pretendemos analizar

los factores que inducen a la transformación de las empresas durante su cambio de titularidad.

En los siguientes apartados describiremos los mecanismos de control de las empresas privatizadas y su influencia en la eficiencia de las mismas, centrándonos en el análisis de los efectos que los mercados de capitales generan en la nueva empresa privatizada y el papel del gobierno corporativo y del Consejo de administración, como factores determinantes de la reestructuración de la empresa privatizada. La última sección recoge las conclusiones de este trabajo. Para aportar evidencia detallada del caso español, realizamos un análisis empírico comparando el rendimiento financiero de las empresas privatizadas que cotizan en bolsa y las que no cotizan. Concretamente, analizamos la rentabilidad financiera, la rentabilidad económica y el margen de las compañías seleccionadas.

## INFLUENCIA DE LOS MERCADOS FINANCIEROS EN LAS EMPRESAS PRIVATIZADAS ‡

Con la privatización, la presión de los mercados financieros y el control y disciplina de los inversores, potencian que los objetivos económicos de la empre-

sa se redefinan y los incentivos de los gestores se hagan compatibles con los intereses financieros de los propietarios (Sappington y Stiglitz, 1987; Laffont y Tirole, 1993). El cambio de titularidad genera nuevas estructuras de incentivos en las compañías, que fomentan la eficacia de los directivos, a través de un incremento de los salarios en función de los objetivos conseguidos. Asimismo, las empresas incorporan herramientas de medición del desempeño para incrementar su transparencia y mejorar el aprendizaje organizacional (Johnsen *et al.*, 2006; Van Helden *et al.*, 2008).

En la empresa privatizada, la posibilidad de emitir más capital implica que la disciplina ejercida por los acreedores financieros se complementa con la ejercida por los accionistas y, en su caso, por los mercados bursátiles. La rendición de cuentas hacia los accionistas es un incentivo para que la compañía actúe más eficientemente (Jia, 2009). La negociación de las acciones en dichos mercados somete a la empresa a una mayor disciplina, ya que si no se gestiona eficazmente la compañía, los accionistas venderán sus acciones y la cotización caerá, lo que la hará atractiva como objetivo de compra por otras empresas (1).

Asimismo, otro mecanismo que somete a las empresas privatizadas a un mayor control, es el mercado de trabajo de directivos (D'Souza *et al.*, 2001), ya que en la empresa pública los directivos son designados por motivos políticos, tienen una mayor discrecionalidad para ejercer sus funciones y están menos controlados que en las empresas privadas. Con la privatización, los gestores entran a formar parte del mercado laboral donde, como en cualquier mercado competitivo, deben responder ante las expectativas de los nuevos accionistas, que buscan obtener un beneficio de la compra de las acciones. Cragg y Dick (2000, 2003) encuentran un incremento significativo en el uso de incentivos en empresas privatizadas y un mayor control de las acciones de los directivos.

Una herramienta que ayuda a establecer los incentivos de la gerencia es el mercado de capitales porque, si el mercado es eficiente, los precios de las acciones incorporan información sobre los posibles beneficios futuros de las decisiones que se toman en la empresa (Vickers y Yarrow, 1991) y dicha información puede utilizarse en los contratos entre accionistas y gestores para delimitar la remuneración de éstos (Holmström y Tirole, 1993). Cuando el mercado no es eficiente, la información que proporciona disminuye la idoneidad de los planes de compensación basados en el rendimiento, los cuales persiguen atraer, retener y motivar a los directivos y empleados de la empresa (Hall y Murphy, 2002; Arya y Mittendorf, 2005) (2).

El nivel de desarrollo del mercado de capitales es un determinante, por tanto, de la eficiencia post-privatización, ya que las empresas cuyas acciones se negocian en mercados más sofisticados muestran un mayor rendimiento y obtienen mejores resultados del proceso de privatización (Boubakri y Cosset, 1998).

Los mercados de capitales más desarrollados facilitan el acceso al capital permitiendo una mayor modernización y reestructuración de las empresas privatizadas. Cuando los nuevos accionistas de la empresa privatizada son inversores que buscan maximizar su beneficio –en vez de antiguos empleados o gestores– los directivos de la compañía estarán más controlados por ellos.

## VARIACIÓN EN EL SISTEMA DE GOBIERNO CORPORATIVO ¶

El sistema de gobierno corporativo puede definirse como un conjunto de leyes, instituciones, prácticas y regulaciones que determinan cómo se establece y limita la responsabilidad de las compañías y quiénes detentan los intereses sobre las mismas (OCDE, 1998). Es un elemento clave para mejorar la eficacia y el crecimiento económico, y la confianza del inversor. Afecta a las relaciones entre la dirección de la empresa, su Consejo de administración, sus accionistas y otros grupos de interés, y proporciona la estructura mediante la cual se establecen los objetivos de la compañía y se determina el sistema de control y seguimiento de la misma.

En su informe de 2005, la OCDE recoge una serie de principios de gobierno corporativo para las empresas públicas (cuadro 1) que están en línea con los dictaminados en 2004 para las empresas del sector privado.

La principal diferencia entre los principios de ambos tipos de empresas radica en que los miembros de los Consejos de administración de las empresas privadas deben rendir cuentas ante los accionistas de la compañía, mientras que en las empresas públicas esta obligación se relaja y sólo se exige al Consejo de administración que sea responsable de sus acciones. Cuando se privatiza la empresa, se otorga más independencia a los miembros del Consejo y se evita la interferencia de los políticos en su actividad, además, la obligación de responder ante los nuevos accionistas, disciplina a los consejeros y puede explicar, al menos parcialmente, las mejoras en el rendimiento de las empresas privatizadas.

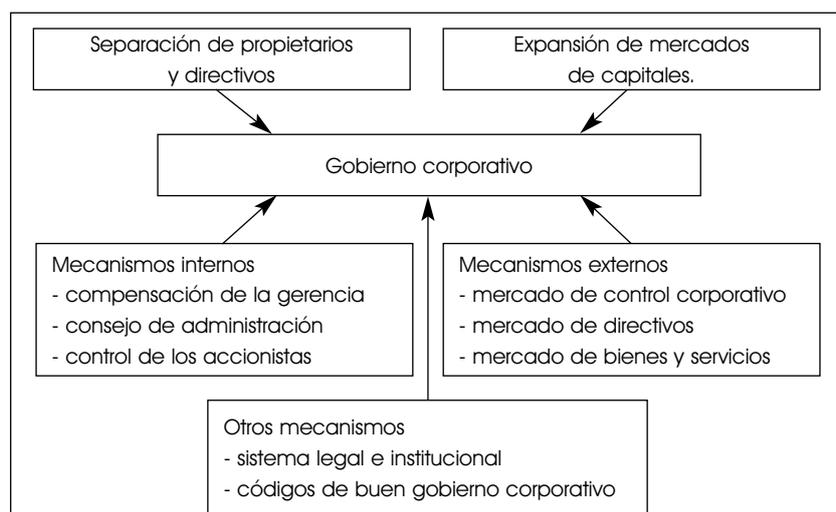
El gobierno corporativo de una empresa pública es menos eficaz que el de una empresa privada, por interferir la acción política en la gestión empresarial (Alexandre y Charreaux, 2004), tras la privatización se pretende que este efecto disminuya por la transformación en el Consejo de administración que lleva a cabo la empresa. Sin embargo, algunos autores señalan que la privatización de grandes empresas no produce cambios relevantes en su gobierno corporativo porque los Gobiernos están más preocupados por transformar dichas empresas en extensas burocracias que en mejorar su eficiencia (Cragg y Dick, 2000).

De manera empírica, Nestor y Mahboobi (2000) analizan la relación entre privatización y gobierno corpo-

**CUADRO 1**  
**PRINCIPIOS DE GOBIERNO CORPORATIVO PARA LAS EMPRESAS PÚBLICAS**

Principio	Objetivo del marco conceptual
Asegurar un marco regulador y legal eficaz para las EP	Promover los mercados donde las EP y las compañías del sector privado compitan igualitariamente para evitar distorsiones de mercado. El marco debe ser compatible con los principios de gobierno corporativo de la OCDE.
El Estado como propietario de las EP	El Estado debe actuar como un propietario activo y establecer una política de propiedad coherente, asegurando que el gobierno de las EP se realiza de manera transparente y responsable, con el grado necesario de profesionalidad y efectividad.
Tratamiento equitativo de los accionistas.	El Estado y las EP deben reconocer los derechos de todos los accionistas de acuerdo con los principios de gobierno corporativo de la OCDE asegurando su tratamiento igualitario y el acceso de todos ellos a la información corporativa.
Relaciones con los grupos de interés	Deben reconocerse las responsabilidades de las EP hacia los grupos de interés e informarles de la marcha de la compañía.
Revelación de información y transparencia	Las EP deben seguir las normas de transparencia, de acuerdo con los principios de gobierno corporativo de la OCDE. La información debe ser oportuna y precisa en materias relevantes como la situación financiera, el rendimiento, la propiedad y el gobierno de la compañía.
Responsabilidades de los Consejos de administración de las EP	Los Consejos de administración de las EP deben tener la autoridad, competencia y objetividad necesaria para fijar las estrategias de la empresa y controlar a la gerencia. Debe actuar con integridad y rendir cuentas de sus acciones.

FUENTE: OCDE (2005).



**FIGURA 1**  
**RESUMEN DE LOS FACTORES INDUCTORES Y MECANISMOS DEL GOBIERNO CORPORATIVO**

FUENTE: elaborado a partir de La Porta *et al.* (2000) y Cuervo (2002).

rativo. Los autores afirman que con la modificación del sistema de incentivos y de gobierno de las empresas privatizadas, se generan importantes mejoras en la eficiencia de estas empresas. Las empresas mejorarán su rendimiento al adoptar un sistema de gobierno corporativo propio de empresas privadas, aunque no estén incluidas en un programa privatizador. Sin embargo, Ramamurti (2000) considera que los cambios en el gobierno corporativo no son el único factor determinante del rendimiento post-privatización, sino que también influyen la estructura de la industria, la regulación y la competencia. Por su parte, Boubakri *et al.* (2004, 2005, 2008), en sus estudios sobre países en vías de desarrollo, concluyen que el cambio de propiedad induce a mejoras en el gobierno corporativo de las empresas, que también mejoran su rendimiento. Las mejoras son todavía mayores en los países con mercados de capitales más

desarrollados y donde los derechos de propiedad protegen mejor a los accionistas.

La figura 1 muestra los factores inductores y mecanismos del gobierno corporativo, que en el caso de las empresas privatizadas adquieren especial relevancia, ya que, según la OCDE (2001), la privatización de empresas públicas ha sido uno de los recursos más importantes para mejorar el sistema de gobierno corporativo de un país.

Con la privatización, la separación de la propiedad –que se transfiere del Estado a los accionistas privados– y los gestores, que es uno de los inductores del gobierno corporativo (figura 1), genera que el sistema de gobierno interno de la empresa sea independiente y eficaz –teoría de los derechos de propiedad–. Djankov y Murrell (2002) afirman que la venta de la em-

presa a agentes externos tiene mayores efectos positivos que si ésta se vende a los propios empleados, porque se presupone que los nuevos propietarios llevarán a cabo una reestructuración de la compañía que les permita recuperar el dinero invertido y obtener una mayor rentabilidad. Dyck (2001) señala, incluso, que la compra de empresas privatizadas por inversores extranjeros lleva a elaborar más normas sobre revelación de información mejorando la transparencia de su gestión.

Otro factor inductor del sistema de gobierno corporativo es el desarrollo de los mercados de capitales (figura 1). La privatización de empresas públicas propició la expansión de los mercados bursátiles en Europa en la década de los noventa, ya que las principales compañías estatales transfirieron sus acciones a través de ofertas públicas de venta (3). El incremento en el volumen de capitalización bursátil y el hecho de que los inversores institucionales hayan mantenido su inversión en las empresas privatizadas durante varios años, ha forzado a las compañías a cumplir criterios de transparencia y a reforzar las normas de gobierno corporativo. Como la privatización aumenta el número de inversores, la protección legal de los nuevos accionistas adquiere una gran relevancia (Bortolotti *et al.*, 2003). Cuando la ley protege de forma débil a los accionistas, los Gobiernos son más reticentes a perder el control de las EP para evitar comportamientos oportunistas por parte de las empresas privatizadas y, consecuentemente, la eficacia de la privatización es menor.

Por ello, en respuesta al incremento del número de nuevos accionistas en empresas privatizadas, los gobiernos han tenido que desarrollar regulaciones que defienden sus intereses y que han supuesto cambiar leyes de los mercados de capitales y reforzar los requisitos de cotización y revelación de información (Megginson, 2000; 2005). En los países con mercados bursátiles poco desarrollados para que el proceso privatizador haya tenido éxito, ha sido fundamental crear un sistema de gobierno corporativo que haya permitido generar ofertas de venta eficientes y mercados transparentes, para atraer a nuevos inversores capaces de reestructurar la compañía y dotarla de una mayor flexibilidad frente al nuevo entorno competitivo. Dharwadkar *et al.* (2000) afirman que un gobierno corporativo débil y una protección limitada de los accionistas minoritarios, intensifican los problemas de agencia tradicionales (4).

La privatización, en un sentido amplio, supone la transformación de la empresa a través de la incorporación de mecanismos de gobierno corporativo. Como se observa en la figura 1, entre los mecanismos internos de gobierno corporativo se encuentran la concentración de la propiedad, la composición del Consejo, la compensación de los directivos (5), la sustitución de la gerencia, el control de las decisiones ejecutivas, y la protección de los inversores. Entre los mecanismos externos de gobierno corporativo se encuentran la eficacia del mercado que permite la compra de la empresa si no obtiene un buen rendimiento, o

la sustitución de directivos cuando no cumplen las expectativas esperadas.

En el caso de las empresas privatizadas, factores de entorno y organizacionales, como la actuación del Gobierno durante el proceso privatizador, determinan la adopción de estos mecanismos en el seno de la compañía (Faraci, 2001). Cuando los Gobiernos siguen manteniendo el control de la compañía privatizada es posible que obstaculicen la introducción de elementos de gobierno corporativo, como la sustitución de directivos o la inclusión de sistemas de incentivos para la gerencia, que adquieren un papel relevante en las empresas privatizadas al perseguir objetivos coherentes con los intereses de la compañía y sus accionistas.

También el sistema legal y los códigos de buen gobierno (6) fortalecen el sistema de gobierno corporativo. Un sistema legal robusto, que defienda los derechos de los accionistas individuales, alentará la inversión en empresas privatizadas (7). Estas compañías obtienen un mayor rendimiento post-privatización si el sistema legal está reforzado por leyes que protegen a los inversores (D'Souza *et al.*, 2001), ya que esto disciplina a los gestores haciendo que se esfuercen más por gestionar eficazmente la empresa.

## EL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN EN LAS EMPRESAS PRIVATIZADAS ‡

El Consejo de administración previo al cambio de titularidad de una empresa pública puede no resultar eficaz para dirigir la compañía en un entorno competitivo, por lo que la privatización suele ir acompañada de una profunda reorganización del mismo. López de Silanes (1997) afirma que el cambio en el Consejo de administración de las empresas privatizadas está asociado a un rendimiento significativamente mayor que cuando son empresas estatales. En general, suele contratarse nuevo personal -empleados, directivos, consejeros- con habilidades para hacer frente a los nuevos retos y obtener mejoras en la eficiencia derivadas de la sustitución de los cargos designados políticamente (Barberis *et al.*, 1996).

Desde el punto de vista de la teoría de agencia, existen tres factores determinantes de la eficacia del Consejo de administración que van a influir en la composición de los Consejos de las empresas privatizadas: el tamaño, la proporción de miembros independientes (8) y la adecuada separación entre los directivos y el Consejo. El factor tamaño implica que cuantos más consejeros haya, mayores serán los problemas de agencia, tal como se confirma en los trabajos de Yermarck (1996) y Eisenberg *et al.* (1998). Con respecto a la proporción de miembros independientes en el Consejo, la teoría de agencia considera recomendable un mayor número de personas ajenas a la organización capaces de ejercitar una supervisión independiente.

Por su parte, la separación entre los directivos y el Consejo, la llamada dualidad, también influye positiva-

mente en la eficacia del mismo, tal como ponen de manifiesto trabajos como los de Brickley *et al.* (1997) y Dalton *et al.* (1998) que muestran que las empresas con Consejos de administración independientes de sus gestores, obtienen un mejor rendimiento. Cuando un directivo es a su vez presidente del Consejo, se debilita la independencia de este órgano, reduciendo la eficacia del mismo como mecanismo de control.

Con la privatización, los Consejos de administración han venido reduciendo su tamaño y han contratado más consejeros externos para evitar la citada dualidad. De esta forma, la transformación de los Consejos de administración de las empresas privatizadas permite un mayor control sobre los altos ejecutivos al disminuir los costes de agencia en el esfuerzo de asegurar la optimización de la riqueza a los nuevos accionistas (9). Si la selección de los miembros de los Consejos de administración de las empresas públicas se apoya en gran medida en afinidades políticas, en las empresas privatizadas, el Consejo debe ser capaz de controlar a los directivos para que la empresa sea gestionada de forma eficiente y vele por los intereses de los accionistas. Así, López de Silanes (1997) considera necesario reemplazar a los miembros del Consejo tras la privatización, para reducir el posible derroche de recursos, y reestructurar la empresa lo antes posible. Para ello, es preferible evitar la concentración de la propiedad, es decir, que se venda una participación mayoritaria de la empresa privatizada a un inversor dominante que anteponga su propio beneficio al bien común de la compañía (Cuervo y Villalonga, 2000).

En la línea señalada, trabajos empíricos sobre Consejos de administración y privatizaciones, como el de Megginson *et al.* (1994), observan una disminución en el tamaño del Consejo tras la privatización y un incremento del número de miembros independientes. Alexandre y Charreaux (2004) también detectaron cambios en el sistema de gobierno corporativo de las empresas privatizadas en Francia, asociados a variaciones en el tamaño y composición de los Consejos de administración. Dichas modificaciones –que mejoraron los sistemas de control de los directivos– tuvieron lugar antes de la privatización y, según los autores, los cambios fueron una consecuencia del régimen legal del país, más que de la intención de adaptar el Consejo tras el cambio de titularidad. Bozec y Día (2007) sugieren en su estudio sobre empresas públicas canadienses que existe una relación positiva entre el tamaño y la independencia del Consejo y la eficiencia técnica de la empresa cuando ésta está expuesta a la disciplina del mercado; es decir, que la competencia es una condición necesaria para que la empresa sea más eficiente y el Consejo más efectivo en sus funciones. Cabeza y Gómez (2007) demuestran para el caso español, que la composición de los Consejos de administración ha experimentado cambios significativos tras su privatización, aumentando el número de directivos ejecutivos. Cuevas-Rodríguez *et al.* (2007) concluyen en el análisis de una empresa generadora de electricidad,

CUADRO 2  
MUESTRA DE EMPRESAS PRIVATIZADAS EN ESPAÑA  
Y AÑO DE PRIVATIZACIÓN. 1997-2001

Empresa privatizada	Año privatización
Aceralla Corporación Siderurgica S.A.	1997
Alcoa Inespal S.A.	1997
Aldeasa S.A.	1997
Altadis S.A.	1998
Astilleros de Santander S.A.	1999
Compañía Auxiliar de Industrias Varias	1994
Corporación Sidenor S.A.	1995
EADS Construcciones Aeronáuticas S.A.	1999
Empresa Naviera Elcano S.A.	1997
Enagas S.A.	1997
Endesa S.A.	1997
Ferroprefil S.A.	1997
Gas Natural SDG S.A.	1996
Grupo Empresarial ENCE S.A.	2001
Hijos de J Barreras S.A.	1997
Iberia Líneas Aéreas de España S.A.	2001
Indra Sistemas S.A.	1998
Longraf S.A.	1997
Lm Composites Toledo S.A.	1999
Productos Tubulares S.A.	1998
Red Eléctrica de España S.A.	1999
Repsol Ypf S.A.	1997
Telefónica S.A.	1997

FUENTE: elaboración propia.

que el Consejo se hizo más independiente después de su privatización, con un mayor porcentaje de miembros externos y una clara diferenciación del papel de los directivos y del presidente del mismo.

A diferencia de otros trabajos empíricos, Wolfram (1998) considera que el cambio de los miembros del Consejo de administración tras la privatización no es apropiado, porque el Consejo deja de estar controlado y de rendir cuentas ante los políticos y se beneficia de incrementos salariales, que en ocasiones están injustificados.

### COMPARACIÓN DEL RENDIMIENTO DE LAS EMPRESAS PRIVATIZADAS COTIZADAS Y NO COTIZADAS: UN ANÁLISIS DE TEST NO PARAMÉTRICO

Para aportar evidencia detallada a lo anteriormente expuesto, vamos a analizar la rentabilidad financiera (ROE), la rentabilidad económica (ROA) y margen de una muestra de empresas privatizadas en España diferenciando las empresas que cotizaron o cotizan en bolsa de las que no lo hicieron (cuadro 2). Para ello, aplicamos el test de la U de Mann-Whitney que mide la media del rendimiento de las empresas cotizadas y de las no cotizadas. Este test no requiere que las variables sigan la distribución normal.

Para aplicar el test estadístico y obtener resultados robustos que nos permitan saber si el mercado de ca-

**CUADRO 3  
ESTADÍSTICOS DESCRIPTIVOS DE LA MUESTRA**

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
ROE	119	-228,52	86,39	8,9925	36,36253
ROA	119	-45,23	30,79	4,6137	8,96257
Margen	117	-41,50	29,36	6,5838	11,31473
Muestra total	117				

FUENTE: elaboración propia.

**CUADRO 4  
TEST U DE MANN-WHITNEY**

Rangos				
	Variable Dummy	N	Media de los rangos	Suma de los rangos
Rentabilidad financiera (ROE)	Empresa no cotizada	63	50,63	3190
	Empresa cotizada	56	70,54	3950
	Total	119		
Rentabilidad económica (ROA)	Empresa no cotizada	63	51,31	3232,50
	Empresa cotizada	56	69,78	3907,50
	Total	119		
Margen (Resultado/Ventas)	Empresa no cotizada	61	41,33	2521
	Empresa cotizada	56	78,25	4382
	Total	117		

Test estadísticos <sup>(a)</sup>			
	Rentabilidad financiera	Rentabilidad económica	Margen resultado/ventas
Mann-Whitney U	1174	1216,50	630
Wilcoxon W	3190	3232,50	2521
Z	-3,141***	-2,915***	-5,882***
Asymp. Sig. (2-tailed)	0,002	0,004	0,000

(a) Variable agrupadora: variable dummy indicativa de si empresa cotiza.

\*\*\* Estadísticamente significativo al 1%.

FUENTE: elaboración propia.

pitales influye o no en el rendimiento de la empresa, hacemos un pool de datos para las 23 empresas seleccionadas durante los años 1997 a 2003. La selección de las empresas se ha realizado en función de la disponibilidad de datos financieros, obtenidos de la base de datos Amadeus Bureau van Dijk Electronic Publishing. El cuadro 3 presenta los estadísticos descriptivos de las variables ROE, ROA y margen.

El cuadro 4 presenta los resultados del test de la U de Mann-Whitney para cada una de las variables analizadas, ROE, ROA y Margen.

Como podemos observar en la tabla, existen diferencias significativas para las dos muestras de empresas privatizadas, las que cotizan en bolsa y las que no lo hacen, puesto que para cada ratio se obtienen respectivamente un p-valor de 0,002; 0,004 y 0,000. En los tres casos, la media de los rangos de la rentabilidad financiera, la rentabilidad económica y el margen es superior para las empresas que cotizan en bolsa que las no cotizadas, lo cual confirma, para el caso Español, los argumentos expuestos en los apartados anteriores.

## CONCLUSIONES

En este trabajo hemos descrito los factores que han determinado los cambios internos de las empresas privatizadas. Del análisis de estos factores, podemos destacar que los mercados bursátiles ejercen una significativa disciplina sobre las empresas privatizadas. Las empresas que cambian su titularidad a través de los mercados de capitales pueden obtener un mejor rendimiento en el corto plazo que aquellas que recurren a una venta privada a otra empresa o grupo inversor. Ello se debe a que con la titularidad privada surge la amenaza de que la empresa sea adquirida por parte de otras compañías si ésta no es lo suficientemente eficiente, así como el riesgo de quebrar por la pérdida del apoyo financiero del Gobierno, que deja de subvencionarle y de responder ante sus deudas. El análisis empírico realizado para una muestra de 23 empresas privatizadas en España muestra que las empresas que se privatizaron y cotizan en bolsa obtienen un mejor rendimiento que las empresas que no cotizan.

Una consecuencia de la salida a bolsa es la adopción de mecanismos de gobierno corporativo que inducen

a la reestructuración de las empresas y que pueden explicar las mejoras en el rendimiento de las compañías que cambian de titularidad. La disciplina que ejercen los nuevos accionistas de la empresa privatizada provoca los cambios necesarios en el sistema de gobierno corporativo para que se lleven a cabo decisiones empresariales eficientes, se maximice el valor de la empresa y se obtenga un mejor rendimiento después del cambio de titularidad. Como consecuencia de estos cambios, la privatización ha potenciado la supervisión y control de los Consejos de administración. Además, los consejeros de las empresas estatales pueden no tener los conocimientos necesarios para dirigir la compañía cuándo queda expuesta a mercados competitivos; por ello, cuanto más se renueva el Consejo de administración después de la privatización, más probable es que se reestructure la empresa y se implanten los objetivos estratégicos que le permitan mejorar su rendimiento a largo plazo y, en definitiva, continuar operando en el mercado. Los gestores de las empresas privatizadas tienen que rendir cuentas ante las expectativas de los nuevos accionistas y no sólo ante los políticos que los designan cuando la compañía es pública. Es decir, quedan expuestos al mercado laboral de directivos y, por tanto, al riesgo de ser sustituidos por gestores más eficaces si no cumplen los objetivos de la empresa.

De las conclusiones anteriores, podemos afirmar que las empresas privatizadas que han cotizado en bolsa han mejorado más su rendimiento que las que no lo han hecho. Una posible causa es la introducción de herramientas de gestión del sector privado para llevar a cabo su actividad y la reestructuración interna, a través de la modificación de sus objetivos y estrategias. Estos cambios internos han requerido un progresivo proceso de aprendizaje que en la mayoría de los casos precisa de un amplio periodo de adaptación, ya que las empresas dejan de recibir las ayudas que el Estado les ha venido concediendo durante su titularidad pública y pueden tardar varios años en adaptarse a las nuevas condiciones de los mercados liberalizados.

**(\*) La autora agradece la financiación del Ministerio de Educación, Cultura y Deporte a través del proyecto de investigación ECO 2010-17463 (ECON-FEDER)**

## NOTAS †

- [1] Recientemente se ha producido una ola de fusiones y adquisiciones entre las empresas privatizadas que dan lugar a la creación de más riqueza y a un mejor rendimiento en los mercados (Mulherin *et al.*, 2004).
- [2] Uno de los paquetes de remuneración más frecuentes son las opciones sobre acciones (stock options), con los que se consigue la motivación estableciendo un vínculo directo entre el rendimiento de la compañía y el bienestar de los gestores. Sin embargo, según Bel y Trillas (2005), esta herramienta puede levantar controversias, como en el caso de la empresa de telecomunicaciones española, Telefónica, cuyos planes de compensación fueron criticados, porque la opinión pública consideró que los directivos habían manipulado las cotizaciones de las acciones de la compañía para beneficiarse con las opciones.

- [3] En España, Italia y Portugal, la capitalización de las empresas privatizadas supone la mitad de la capitalización del mercado de capitales (OCDE, 2001).
- [4] Estos problemas se derivan de la discrecionalidad de los directivos o los mayores costes en los que incurren los directivos cuando llevan a cabo proyectos que les beneficia a ellos personalmente.
- [5] Los paracaídas de oro son una modalidad de compensaciones para los ejecutivos, negociados bajo contrato, en caso de ser despedidos por los nuevos accionistas.
- [6] Los códigos de buen gobierno corporativo son un conjunto de recomendaciones de buenas prácticas sobre el comportamiento y estructura del consejo de administración que actúan como sustituto ante las deficiencias del sistema legal en la protección de los accionistas minoritarios (Cuervo, 2002)
- [7] La Porta *et al.* (2000) analizan el sistema legal de varios países y encuentran que los países anglosajones (aquellos que tienen un sistema de derecho consuetudinario) protegen más a los accionistas que los países con un sistema francés (derecho civil) y que los países escandinavos tienen una situación intermedia entre ambos extremos.
- [8] Por personas independientes se entiende aquéllas que no son empleados de la empresa y que no mantienen negocios relevantes con la misma.
- [9] En esta línea, el informe Aldama (2003) señala que toda empresa debe poseer un conjunto de reglas de gobierno corporativo que incluya un reglamento del Consejo de administración, que le dote de transparencia y proteja los intereses de los accionistas.

## BIBLIOGRAFÍA ‡

- ALEXANDRE, H. y CHARREAUX, G. (2004): «Efficiency of French privatizations: a dynamic vision»; *Journal of Corporate Finance*, vol. 10, pp. 467-494.
- ARYA, A. y MITTENDORF, B. (2005): «Offering stock options to gauge managerial talent»; *Journal of Accounting and Economics*, vol. 40, nº 1, pp. 189-210.
- BARBERIS, N., BOYCKO, M., SHLEIFER, A. y TSUKANOVA, N. (1996): «How Does Privatization Work? Evidence from Russian shops»; *Journal of Political Economy*, vol. 104, nº 4, pp. 764-790.
- BEL, G. y TRILLAS F. (2005): «Privatization, Corporate Control and Regulatory Reform: The case of Telefónica»; *Telecommunications Policy*, vol. 29, nº 1, pp. 25-51.
- BORTOLOTTI, B., FANTINI, M. y SINISCALCO, D. (2003): «Privatization around the world: evidence from panel data»; *Journal of Public Economics, Elsevier*, vol. 88, nº 1-2, pp. 305-332.
- BOUBAKRI, N. y COSSET, J.C. (1998): «The Financial and Operating Performance of Newly Privatized Firms: Evidence from Developing Countries»; *The Journal of Finance*, vol. LIII, nº 3 pp. 1081-1110.
- BOUBAKRI, N., COSSET, J.C. y GUEDHAMI O. (2004): «Privatization, corporate governance and economic environment: Firm-level evidence from Asia»; *Pacific-Basin Finance Journal*, vol.12, pp. 65-90.
- BOUBAKRI, N., COSSET, J.C. y GUEDHAMI O. (2005): «Liberalization, corporate governance and the performance of privatized firms in developing countries»; *Journal of Corporate Finance*, vol. 11, pp. 767-790.
- BOUBAKRI, N., COSSET, J.C. y GUEDHAMI O. (2008): «Privatization in developing countries: Performance and ownership effects»; *Development Policy Review*, vol. 26, nº 3 pp. 275-308.
- BOZEC, R. y DIA, M. (2007): «Board Structure and Firm Technical Efficiency: Evidence from Canadian State-Owned Enterprises»; *European Journal of Operational Research*, vol. 177, nº 3, pp. 1734-1750.
- BRICKLEY, J.A., COLES J.L. y JARRELL, G. (1997): «Leadership structure: Separating the CEO and Chairman of the Board»; *Journal of Corporate Finance*, vol. 3, nº 3, pp. 189-220.
- CABEZA, L. y GÓMEZ, S. (2007): «Governance and Performance of Spanish Privatized Firms»; *Corporate Governance*, vol. 15, pp. 503-519.

- CRAGG, M.I. y DICK, I.J. (1999): «Management control and privatization in the United Kingdom»; *RAND Journal of Economics*, vol. 30, nº 3, pp. 475-497.
- CUERVO, A. y VILLALONGA, B. (2000): «Explaining the Variance in the Performance Effects of Privatization»; *Academy of Management Review*, vol. 25, pp. 581-590.
- CUEVAS-RODRÍGUEZ, G.C., ÁLVAREZ-ESPEJO, C.A. y VALLE-CABRERA, R.V. (2007): «Incentives Management During Privatization: An Agency Perspective»; *Journal of Management Studies*, vol. 44, nº 4, pp. 536-560.
- D'SOUZA, J., MEGGINSON, W. y NASH, R. (2001): «Determinants of Performance Improvements in Privatized Firms: The Role of Restructuring and Corporate Governance»; Working Paper, University of Oklahoma.
- D'SOUZA, J., MEGGINSON, W. y NASH, R. (2005): «Effect of institutional and firm-specific characteristics on post-privatization performance: Evidence from developed countries»; *Journal of Corporate Finance*, vol. 11, pp. 747-766.
- DALTON, D.R., DAILY, C.M., ELLSTRAND, A.E. y JOHNSON, J.L. (1998): «Meta-analytic review of board composition, leadership structure and financial performance»; *Strategic Management Journal*, vol. 19, pp.269-90.
- DHARWADKAR, R., GEORGE, G., BRANDES, P. (2000): «Privatization in emerging economies: an agency theory perspective»; *Academy of Management Review*, vol. 25, nº 3, pp. 650-659.
- DJANKOV, S. y MURRELL, P. (2002): «Enterprise Restructuring in Transition: A Quantitative Survey»; *Journal of Economic Literature*, vol. 40, nº 3, pp. 739-792.
- DYCK, J.A. (2001): «Privatization in Corporate Governance: Principles, Evidence and Future Challenges»; *The World Bank Research Observer*, vol. 16, nº 1, pp. 59-84.
- EISENBERG, T.; SUNDGREEN, S. y WELLS, M. T. (1998): «Larger board size and decreasing firm value in small firms»; *Journal of Financial Economics*, vol. 48, pp. 35-54.
- FARACI, R. (2001): «The governance of privatized firms: a theoretical framework to explore environmental and organizational determinants of privatization and restructuring»; Paper submitted to the Business Policy and Strategy Division Academy of Management.
- HALL, B.J. y MURPHY, K.J. (2002): «Stock Options For Undiversified Executives»; *Journal of Accounting and Economics*, vol. 33, nº 1, pp. 3-42.
- HOLMSTRÖM, B. y TIROLE, J. (1993): «Market Liquidity and Performance Monitoring»; *Journal of Political Economy*, vol. 101, nº 4, pp.678-709.
- JIA, C. (2009): «The effect of ownership on the prudential behavior of banks – The case of China»; *Journal of Banking & Finance*, vol. 33, pp. 77-87.
- JOHNSEN, A., NØRREKLIT, H. y VAKKURI, J. (2006): «Introducing a Nordic perspective on public sector performance measurement». *Financial Accountability & Management*, vol. 22, nº 2, pp. 207-212.
- LAFFONT, J.J. y TIROLE, J. (1993): *A Theory of Incentives in Procurement and Regulation*. MIT Press, Cambridge, MA.
- LÓPEZ-DE-SILANES, F. (1997): «Determinants of Privatization Prices»; *Quarterly Journal of Economics*, vol. 112, nº 4, pp. 965-1025.
- MEGGINSON, W.L. (2000): «Corporate Governance in Publicly-Quoted Companies», Paper Presented at OECD Conference on Corporate Governance and State-Owned Enterprises in China, Jan 18-19. OECD, Beijing.
- MEGGINSON, W.L. (2004): «The economics of bank privatization»; Working Paper, University of Oklahoma.
- MEGGINSON, W.L. (2005): *The Financial Economics of Privatization*. New York: Oxford University Press.
- MULHERIN, J.H., NETER, J.M. y STEGEMOLLER, M. (2004): «Privatization and the Market for Corporate Control». Claremont Colleges Working Papers 2001-21, Claremont Colleges.
- NESTOR, S. y MAHBOOBI, L. (2000): «Privatisation of public utilities: the OECD experience». En OECD: *Privatisation Competition and Regulation*, Paris.
- OCDE (1998): *Corporate Governance, State-owned Enterprises and Privatisation*. Paris OCDE.
- OCDE (2005): *Guidelines on Corporate Governance of State-owned Enterprises*, Paris OCDE.
- PARKER, D. (1995): «Privatization and agency status identifying the critical factors for performance improvement»; *British Journal of Management*, vol. 6, pp. 29-43.
- RAMAMURTI, R. (2000): «A multilevel model of privatisation in emerging economies»; *Academy of Management Review*, vol. 25, nº 3, pp. 525-550.
- SAPPINGTON, D.E.M. y STIGLITZ J.E. (1987): «Privatization, Information and Incentives»; *Journal of Policy Analysis and Management*, vol. 6, nº 4, pp. 567-582.
- VAN HELDEN, J., JOHNSEN, Å. y VAKKURI, J. (2008): «Distinctive research patterns on public sector performance measurement of public administration and accounting disciplines»; *Public Management Review*, vol. 10, nº 5, pp. 641-651.
- VICKERS, J. y YARROW, G. (1991): «Economic Perspectives on Privatization»; *Journal of Economic Perspectives*, vol. 5, nº 2, pp. 111-32.
- VILLALONGA, B. (2000): «Privatization and efficiency: differentiating ownership effects from political, organizational, and dynamic effects»; *Journal of Economic Behavior & Organization*, vol. 42, pp. 43-74.
- WOLFRAM, C.D. (1998): «Increases in Executive Pay Following Privatization»; *Journal of Economics & Management Strategy*, vol. 7, nº 3, pp. 327-361.
- YERMARCK, D. (1996): «Higher market valuation of companies with a small board of directors»; *Journal of Financial Economics*, vol. 40, pp. 185-213.