

ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO DE EMPRESAS PRIVATIZADAS EN ESPAÑA

Patricia Bachiller
Dpto. de Contabilidad y Finanzas
Universidad de Zaragoza

1.- INTRODUCCIÓN

Durante las últimas décadas la privatización de empresas públicas ha sido una de las políticas más generalizadas en las economías mundiales, y los países de la OCDE no han sido ajenos a este fenómeno (OECD, 2003). Existen varias razones que justifican los procesos de privatización, las cuales podemos clasificar como económicas, financieras y políticas (Vickers y Yarrow, 1988). Las razones económicas se basan en la mejora de la eficiencia de la empresa privatizada. En cuanto a razones financieras, la privatización de empresas puede tener consecuencias positivas en las finanzas públicas, concretamente en el déficit público, ya que el Estado obtiene ingresos por la venta de estas empresas¹. Finalmente, las razones políticas se traducen en fines distributivos en la sociedad, ya que la privatización permite ampliar la base accionarial, desarrollando el acceso de pequeños inversores a los mercados de valores al mismo tiempo que potencia dichos mercados.

Para analizar las razones económicas debemos basarnos en la teoría microeconómica, la cual afirma que en condiciones de competencia perfecta la empresa privada garantiza, a través de la búsqueda de la maximización del beneficio, la consecución de la eficiencia. La empresa pública puede, en principio, alcanzar los mismos niveles de eficiencia que la empresa privada; sin embargo, existen algunos problemas a los que se enfrenta que hacen difícil la consecución de este propósito, como son, las relaciones de agencia y la falta de delimitación y contradicción de objetivos entre los agentes.

¹ Vergés (2000) defiende la hipótesis de que el principal objetivo de la privatización es el recaudatorio, como demuestra en su estudio empírico referente al caso español.

Nuestro interés se centra en el estudio de las razones económicas que justifican la privatización, para lo cual vamos a realizar un análisis de las características económico-financieras de las empresas objeto de privatización en España para investigar si la privatización de las empresas supone una mayor eficiencia empresarial. El trabajo empírico consiste en analizar si existen diferencias en rentabilidad y estructura de capital entre empresas recientemente privatizadas y compañías de propiedad privada. El primer trabajo a nivel internacional que analiza la mejora en la eficiencia de las empresas privatizadas, es el de Megginson et al. (1994) que examina las empresas de 18 países.

Asimismo, una vez vistas las diferencias entre ambos grupos de empresas, profundizamos en los determinantes de la estructura de capital de estas empresas, es decir, realizamos un estudio centrándonos en los factores de los que depende la estructura financiera de las empresas. Para ello, nos centramos en la incidencia de la intervención del Estado en el apalancamiento de las empresas de la muestra, distinguiendo entre empresas privatizadas y privadas, y entre reguladas y que operan en un mercado libre. En el trabajo de Titman y Wessels (1988) podemos encontrar una detallada explicación sobre estos factores que influyen en el endeudamiento de las empresas.

El objetivo de nuestro trabajo es realizar un estudio comparativo entre empresas privatizadas en España desde 1994 y de capital privado, así como un análisis de la estructura de capital de las empresas diferenciándolas según su titularidad y su pertenencia a sectores regulados.

El trabajo está organizado de la siguiente manera: en la siguiente sección realizamos un repaso a la literatura previa y soporte teórico del tema, en la sección tercera detallamos la metodología empleada en el estudio y la base de datos utilizada para el análisis, en la sección cuarta explicamos los resultados del estudio empírico y en la última exponemos las conclusiones del análisis.

2.- LITERATURA PREVIA Y SOPORTE TEÓRICO

Existe una gran base teórica que justifica las diferencias en el comportamiento económico-financiero de las empresas privadas respecto de las públicas. Así, la teoría de agencia (Jensen y Meckling, 1976) justifica estas diferencias partiendo de la base de que las relaciones entre el principal y el agente de ambos tipos de empresas no son iguales, ya que los objetivos del principal son objetivos políticos o de bienestar en la empresa pública frente a objetivos de beneficios en la empresa privada. Además el directivo de la empresa pública se enfrenta a dos principales, votantes y gobierno, frente a la existencia de un único principal en el caso de la empresa privada, los accionistas.

Por su parte, Boycko et al. (1996) muestran los problemas de agencia existentes en las empresas cuyo accionista es el Estado, desarrollando un modelo que demuestra la brecha que existe entre políticos y directivos de las empresas, a consecuencia de los distintos objetivos de ambos grupos. Este modelo llega a la conclusión de que los problemas de agencia entre futuros inversores de empresas públicas se dan de manera más pronunciada con los políticos que con los directivos de las empresas. Sobre esta base, este modelo explica la relativa ineficiencia de las empresas públicas y las mejoras después de la privatización.

En la gran mayoría de estudios empíricos realizados, se concluye que las empresas objeto de un proceso de privatización mejoran significativamente en su eficiencia. En el ámbito internacional, Megginson et al. (1994) analizan la situación económico-financiera de las empresas antes y después de la privatización en 18 países, llegando a la conclusión de que existen mejoras significativas en la rentabilidad y eficiencia de empresas privatizadas los tres años después de la privatización. También a nivel internacional Dewenter y Malatesta (2001) realizan un análisis transversal y longitudinal comparando grandes empresas privatizadas y de capital privado. Los resultados muestran una menor rentabilidad y un mayor apalancamiento de las empresas del Estado frente a las privadas.

En los estudios referidos a Europa, los resultados son menos claros. En el Reino Unido, Boussofiane et al. (1997) muestran que existe una mejora en las empresas objeto de privatización, pero no en el momento del cambio de titularidad en la propiedad, sino dos o

tres años antes de la propia privatización. En España, Villalonga (2000), concluye que la privatización de empresas entre 1985 y 1995 ha tenido un efecto positivo en la eficiencia de algunas empresas, pero también un efecto negativo en otras. Asimismo, el efecto sobre la eficiencia, tanto positivo como negativo, está influenciado por factores políticos y organizacionales y depende del periodo considerado. En Alemania, Knieps (2004) analiza el papel de la privatización y regulación en sectores alemanes, el autor expone que la desintervención del Estado ha significado un incremento en la calidad del servicio de las empresas alemanas y una mejora en la eficiencia de la industria. En Italia donde la ola de privatizaciones llegó más tarde, Goldstein (2003) muestra una leve mejora de la rentabilidad que no es estadísticamente significativa, así como una significativa mejora en la inversión de las empresas. En Francia, Berne y Pogorel (2004) concluyen que previa a la privatización la rentabilidad de las empresas mejoró ya que el gobierno realizó una importante reestructuración de las mismas antes de ser puestas a la venta. Finalmente en los países de Europa del Este, Hyclak y Kina (1994) ponen de manifiesto que el proceso de privatización en esta zona es diferente al de otras zonas europeas, como consecuencia de la falta la existencia de unos mercados de capitales lo suficientemente desarrollados, la escasez de fondos de inversión y la poca experiencia en gestión e inversión respecto a otros países europeos.

La intervención de la Administración también se refleja en la estructura financiera de las empresas. Titman y Wessels (1988) ofrecen una base teórica sobre los factores que determinan la estructura de capital, entre ellos el monopolio de una empresa. Las empresas que producen un bien sin competencia obtienen unos mayores beneficios que se traducen, según la teoría de la jerarquía de las fuentes de financiación, en un menor apalancamiento de las empresas. Podemos afirmar que la mayoría de las empresas privatizadas han sido las únicas proveedoras en un mercado sin competencia, por lo tanto es previsible que tengan un menor apalancamiento que las empresas de capital privado, las cuales deben hacer un mayor esfuerzo inversor para poder entrar en el mercado. Según Kole y Mulherin (1997), la existencia de mercados competitivos, la evaluación externa y el control de los directivos de las empresas privatizadas son requisitos indispensables para que las empresas de capital privado operen en igualdad de condiciones que las privatizadas.

Por otro lado, la regulación afecta a la estructura de capital de las empresas, ya que empresas con flujos de caja más estables a consecuencia de unas tarifas reguladas, soportan niveles de endeudamiento superiores que aquéllas que tienen una mayor variabilidad en los flujos de caja y por lo tanto un mayor riesgo.

Según Titman y Wessels (1988), otros factores que afectan al apalancamiento de la empresa son los tipos de activos que posee y su grado de especificidad, características de los productos ofrecidos, deuda y relaciones laborales y aspectos legales e institucionales. Por otro lado, existe una relación directa entre la rentabilidad y la deuda, ya que las empresas más rentables tienen un mayor incentivo a emplear deuda para reducir su carga fiscal debida a la naturaleza fiscalmente deducible de los gastos financieros. Esta hipótesis está fundamentada también en el modelo de la jerarquía de las fuentes de financiación, el cual afirma que las empresas prefieren utilizar los recursos provenientes de los beneficios retenidos para financiarse antes que realizar una emisión de acciones que puede ser mal aceptada en el mercado porque los inversores consideran que las acciones están sobrevaloradas (Myers y Majluf, 1984).

Otro factor que afecta a la decisión que toman las empresas respecto a su estructura financiera es, según la teoría de los costes de la quiebra, el tipo de activos que posee dicha empresa. Empresas con más activos tangibles soportan mayores niveles de endeudamiento gracias a la existencia de una menor amenaza de pérdida de valor de los activos usados como garantía para los titulares de la deuda (Jensen et al. 1992). En consecuencia se espera que el apalancamiento disminuya con gastos en publicidad, inversiones en I+D y valor plasmado en tecnología y capital humano. Por el contrario, autores como Titman y Wessels (1988) afirman que empresas que poseen activos que no pueden ser usados como garantía (intangibles) tendrán importantes costes de agencia y por lo tanto mayores niveles de deuda para obtener un mayor control sobre la empresa por parte de los prestamistas limitando el poder a los directivos.

Por otro lado, la menor propensión a la quiebra en las empresas de mayor tamaño explica una relación positiva entre el tamaño y el endeudamiento (Rajan y Zingales, 1995); sin

embargo, a medida que incrementa el tamaño las empresas tienden más a financiarse mediante la emisión de acciones en el mercado de capitales (Ryen et al. 1997).

Las oportunidades de crecimiento de la empresa también influyen en el apalancamiento de la empresa. Bevan y Danbolt (2002) argumentan que la dificultad de medir esta magnitud, habitualmente como el ratio valor de mercado entre valor en libros, se traduce en un menor apalancamiento de la empresa como explica la teoría de los costes de la quiebra.

Por último, los aspectos legales e institucionales influyen en el endeudamiento de las empresas del país, ya que un sistema legal ineficiente o costoso crea un sesgo hacia la emisión de deuda a corto plazo en sustitución de la deuda a largo plazo (La Porta et al. 1997).

Entre los trabajos que analizan la estructura financiera de las empresas para una muestra internacional destacamos el de Rajan y Zingales (1995). En él se hace un estudio comparativo entre empresas de los países del G-7 en el que demuestran que a un nivel agregado las diferencias institucionales que existen no explican las diferencias de la estructura de capital. Por el contrario Wald (1999), afirma que la financiación de las empresas depende de la política fiscal, de las relaciones de agencia y de las instituciones legales. El autor destaca que existen diferencias entre los países en cuanto a variables asociadas al riesgo, al crecimiento, al tamaño de la empresa y existencias.

En el ámbito europeo, Hall et al. (2004) realiza un análisis sobre pequeñas y medianas empresas de diversos países. Su estudio establece que hay variaciones entre países en los determinantes de la estructura financiera de las empresas debido a las distintas necesidades de las empresas, a las relaciones que tienen con los bancos, a los impuestos que las gravan y a otras diferencias económicas, sociales y culturales. En el Reino Unido, Ozkan (2001) llega a la conclusión de que la rentabilidad, la liquidez y las oportunidades de crecimiento generan un mayor endeudamiento en las empresas. En España, Arrondo y Gómez-Ansón (2003) analizan los efectos de la información asimétrica y de los costes de agencia sobre la estructura de capital de las empresas españolas, los resultados apoyan la hipótesis de que el modelo de agencia es determinante en las decisiones sobre la estructura de capital de las

empresas. Asimismo, De Miguel y Pindado (2001) comparan las características que afectan a la estructura de capital de las empresas españolas y las empresas de Estados Unidos, entre sus resultados cabe destacar que debido al mayor porcentaje de deuda bancaria de las empresas españolas, que se deriva de un mercado de bonos inadecuadamente desarrollado, los costes de transacción son menores que en el caso estadounidense.

3.- METODOLOGÍA Y DATOS

En primer lugar, comparamos las características económico-financieras de las empresas en proceso de privatización y privadas, para ello realizamos la prueba T de diferencias de medias para muestras relacionadas. De acuerdo con lo expuesto en el apartado anterior, los aspectos que comparamos son la rentabilidad y el endeudamiento. Para analizar la primera magnitud tomamos como medida la rentabilidad sobre el activo total (ROA). En cuanto al apalancamiento existen varias medidas en la literatura. En cuanto al apalancamiento existen varias medidas en la literatura. En nuestro estudio realizamos el análisis según la información suministrada por la base de datos SABI, la fórmula es la siguiente:

$$LEV = \frac{\textit{Deuda Largo Plazo} + \textit{Otras Deudas no Corrientes}}{\textit{Neto Patrimonial}}$$

Bevan y Danbolt (2002) definen dos variantes en función de si medimos los activos con el valor en libros o el valor de mercado, pero en nuestro estudio sólo empleamos medidas que utilizan el valor en libros ya que no todas las empresas de la muestra cotizan en un mercado oficial.

En segundo lugar, de acuerdo con los planteamientos anteriores realizamos una regresión multivariante en cuanto a los aspectos que pueden explicar el apalancamiento.

Como hemos comentado anteriormente, las empresas privadas han sido las únicas en un mercado sin competencia y, por lo tanto, según la teoría de la jerarquía tienen un menor

apalancamiento, por ello introducimos la variable PRIV que indica si la compañía ha sido objeto de un proceso privatizador, es una variable dummy que toma el valor uno en caso afirmativo y cero en caso contrario. Otro factor que apunta la literatura es la regulación, por lo que REG es la variable indicativa de que la empresa opera en un sector regulado, al igual que la variable anterior es también variable dummy que toma el valor uno para las empresas que actúan en la industria energética, telecomunicaciones o transporte. Para estudiar la incidencia del tamaño de la empresa en el endeudamiento usamos la variable TAM, que está medida por el activo total. Siguiendo a Titman y Wessels (1988) incluimos en nuestro estudio la tangibilidad (TAN) y la rentabilidad medida por el ROA. TAN se define como el porcentaje de activos tangibles de la compañía respecto al total de activos y el ROA como la rentabilidad sobre el activo total.

La variable oportunidades de crecimiento no hemos podido incluirla porque no todas las empresas de la muestra poseen valor de mercado. De acuerdo con esto estimamos el siguiente modelo:

$$\text{Leverage}_i = \alpha + \beta_1 \text{PRIV} + \beta_2 \text{REG} + \beta_3 \text{TAM} + \beta_4 \text{TAN} + \beta_5 \text{ROA} + \varepsilon_i \quad (1)$$

Donde Leverage corresponde al ratio LEV definido anteriormente.

La relación de empresas que han sido privatizadas en España se ha obtenido de la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales (www.sepi.es). Los datos económico-financieros de las empresas se han obtenido de la fuente SABI recopilada por Dijk Electronic Publishing. De las empresas privatizadas en España en las pasadas décadas, descartemos las pertenecientes al sector financiero así como aquéllas de las que no disponemos datos económicos-financieros recientes. En consecuencia, el número total de empresas privatizadas que componen la muestra es de 23. Una vez que tenemos las empresas privatizadas, construimos el grupo de control, formado por empresas privadas. Para ello, para cada empresa privatizada de la muestra hemos seleccionado una empresa privada del mismo sector y de similar magnitud, así, emparejamos las empresas en función de su actividad y tamaño. El número de observaciones realizadas se ha hecho teniendo en cuenta

el año de privatización de la empresa, así, para cada empresa privatizada y su pareja de control hemos seleccionado los años a partir del cual dicha empresa a cambiado su titularidad. En el ANEXO se relacionan las empresas privatizadas, su correspondiente pareja de control y el año en que fueron privatizadas.

En la tabla 1 mostramos la distribución de la muestra de las empresas privatizadas por sectores y los descriptivos:

Tabla 1: Distribución de la muestra de empresas privatizadas por sectores

Panel A: Sectores (código NACE)

| Sector | Número de Compañías | % Compañías |
|---|------------------------|-------------|
| Manufactura de metales básicos | 5 | 21,74% |
| Manufactura de equipamientos de transporte | 3 | 13,04% |
| Energía | 3 | 13,04% |
| Transporte | 2 | 8,70% |
| Manufactura de petróleos | 2 | 8,70% |
| Manufactura de plástico o papel | 2 | 8,70% |
| Telecomunicaciones | 1 | 4,35% |
| Construcción | 1 | 4,35% |
| Industria informática | 1 | 4,35% |
| Venta al por menor | 1 | 4,35% |
| Venta al por mayor | 1 | 4,35% |
| Otras actividades | 1 | 4,35% |
| Total | 23 | 100% |

Panel B: Descriptivos de las empresas privatizadas

| Magnitud | Media | Mínimo | Máximo | N |
|-------------------------------|-----------|--------|------------|-----|
| Activo Total (miles de euros) | 9.359.243 | 1.819 | 91.849.000 | 119 |
| Ventas (miles de euros) | 4.903.137 | 303 | 44.043.000 | 117 |
| ROA (%) | 4,61 | -45,23 | 30,79 | 119 |
| Apalancamiento | 114,65 | 0,29 | 769,78 | 114 |

Panel C: Descriptivos de las empresas del grupo de control

| Magnitud | Media | Mínimo | Máximo | N |
|-------------------------------|-----------|--------|------------|----|
| Activo Total (miles de euros) | 3.034.461 | 577 | 24.433.000 | 90 |
| Ventas | 1.865.019 | 57 | 13.199.300 | 90 |
| ROA (%) | 2,67 | -23,11 | 15,62 | 90 |
| Apalancamiento | 163,62 | 3,21 | 957,95 | 90 |

Observando en la tabla 2 paneles B y C el tamaño de las empresas de la muestra, vemos que las compañías privatizadas o en proceso de privatización tienen un tamaño medio muy superior a las de capital privado. Esto se debe a que las empresas propiedad del Estado han actuado en ocasiones en una situación de monopolio que las ha beneficiado en su expansión, y por lo tanto, son las de mayor tamaño.

La rentabilidad de las empresas privatizadas o en proceso de privatización es superior a la del grupo de control y en media, el apalancamiento de las empresas privatizadas es inferior a las de capital privado. Esto se debe a que las empresas del grupo de control han tenido que hacer un mayor esfuerzo inversor para competir con las empresas ya establecidas en el mercado.

4.- RESULTADOS

A continuación exponemos los resultados obtenidos en nuestro estudio. Primero realizamos una comparación entre las variables citadas anteriormente para estudiar si existen diferencias en las características económico-financieras entre las empresas privatizadas y su grupo de control y en una segunda fase hacemos un estudio sobre el apalancamiento de las empresas de la muestra.

4.1.- Análisis univariante

Examinamos las diferencias en rentabilidad y apalancamiento de las empresas tal como se ha explicado en la metodología mediante la técnica de emparejamiento de casos o matched pairs.

Tabla 2: Prueba T para muestras relacionadas

| | Media Privatizadas | Media Grupo de control | Diferencia de medias | t - test | p-valor | n |
|-----|--------------------|------------------------|----------------------|------------|---------|----|
| ROA | 5,48 | 2,90 | 2,59 | (3,341)*** | 0,001 | 87 |
| LEV | 91,86 | 114,54 | -22,69 | (-2,130)** | 0,037 | 70 |

Notas: La tabla muestra los coeficientes estimados de la regresión

Entre paréntesis el estadístico t

* Denota significación al nivel del 10%

** Denota significación al nivel del 5%

*** Denota significación al nivel del 1%

En la tabla 2 observamos que las diferencias en rentabilidad y apalancamiento de las empresas son estadísticamente significativas². La rentabilidad sobre activos es significativamente mayor en las empresas en proceso de privatización. Este resultado difiere del de Dewenter y Malatesta (2001) donde a nivel internacional se observa una clara tendencia en las empresas del gobierno a ser menos rentables que las privadas. Lo mismo ocurre en el estudio de Megginson et al. (1994) en el que los autores llegan a la conclusión de que existen significativas mejoras en la rentabilidad y eficiencia de empresas privatizadas los tres años después de la privatización. Uno de los motivos posibles es que el grupo de control comprende empresas más pequeñas que el grupo de privatizadas (ver tabla 1 paneles B y C), las cuales en su mayoría han actuado siempre en una situación de monopolio natural a causa de su infraestructura tipo red que conlleva a la existencia de barreras a la entrada en los mercados liberalizados obligando a las nuevas empresas de capital privado a endeudarse más y consecuentemente a ser menos rentables que las privatizadas. Además, en algunos países como en el caso español el Estado ha asumido con fondos públicos la financiación de las empresas privatizadas mediante las necesarias inyecciones de capital hasta conseguir que dichas empresas fueran rentables para posteriormente poderlas vender a grupos privados³. De manera similar, en el estudio de Berne y Pogorel (2004) los autores llegan a la conclusión de que el gobierno francés reestructuró las empresas estatales de manera previa a su venta pública y en Inglaterra diversas compañías muestran una mayor eficiencia en los años previos a su venta (Boussoufiane et al.,1997).

² Hemos replicado el análisis con otras medidas de rentabilidad, concretamente rentabilidad sobre ventas (ROS) y rentabilidad sobre el neto (ROE), y los resultados son similares, lo cual da mayor robustez al análisis.

³ En el artículo de Vergés “Privatisations in Spain: Process, Policies and Goals” podemos encontrar múltiples ejemplos de empresas españolas que han sufrido una reestructuración previa a su venta por parte del gobierno.

4.2.- Análisis multivariante

Con el fin de profundizar en los factores que determinan el endeudamiento de las empresas realizamos la regresión multivariante, que incluye los siguientes factores: empresa objeto de privatización, pertenencia al sector regulado, activo total, tangibilidad y ROA, tal como se ve en la ecuación (1).

Para evitar que los valores extremos distorsionen los resultados, se han eliminado aquellas observaciones cuyo valor tipificado de su apalancamiento es superior o inferior a 1,5.

Los resultados se muestran en la tabla 3:

Tabla 5: Regresión multivariante

| (n = 387) | Beta estandarizada | t |
|-----------------------------|--------------------|-------------|
| Constante | | (6,080)*** |
| PRIV | -0,185 | (-2,844)*** |
| REG | 0,070 | -0,753 |
| ROA | -0,158 | (-2,500)** |
| TAM | 0,191 | (2,338)** |
| TAN | 0,329 | (-4,413)*** |
| F - valor | 13,342 | |
| R ² | 0,259 | |
| R ² corregido | 0,239 | |

La tabla muestra los coeficientes estimados de la regresión

Entre paréntesis el estadístico t

* Denota significación al nivel del 10%

** Denota significación al nivel del 5%

*** Denota significación al nivel del 1%

En la tabla 3 vemos que la variable que clasifica a las empresas entre privatizadas y privadas (PRIV) es significativa y tiene signo negativo, lo que significa que está inversamente relacionada con el apalancamiento, es decir, tal como se he definido la variable PRIV, las empresas privatizadas tienen un menor apalancamiento que las privadas.

Por otro lado, en nuestro estudio la regulación no está relacionada con el apalancamiento, lo cual contradice la hipótesis que afirma que las compañías que operan en sectores regulados tienen un mayor apalancamiento que aquéllas que lo hacen en sectores totalmente liberalizados.

La rentabilidad sobre activos (ROA) mantiene una relación negativa en el endeudamiento de las empresas de la muestra, es decir, cuanto más rentable es una compañía menor será su apalancamiento. Este efecto es consistente con la hipótesis de la jerarquía que explica que una empresa preferirá financiarse con los recursos derivados de los beneficios retenidos por ella que con deuda externa. A esta conclusión llegan la mayoría de los estudios empíricos realizados, por ejemplo Ozkan (2001) en su estudio para Reino Unido, Hall et al. (2004) que analizan las pequeñas y medianas empresas en Reino Unido y de Miguel y Pindado (2001) para el caso español.

En nuestro análisis el tamaño está directamente relacionado con el endeudamiento, esto coincide con la teoría de los costes de la quiebra que afirma que las empresas de mayor tamaño pueden soportar mayores niveles de endeudamiento. A esta misma conclusión llega Wald (1999) en su estudio, así como Hall et al. (2004) que encuentran una relación directa entre el apalancamiento a largo plazo de las empresas de España y el tamaño de las mismas.

Finalmente, la variable TAN es significativa con signo positivo, lo cual indica que un mayor número de activos tangibles en la empresa se traduce en un mayor apalancamiento de la misma. Este resultado coincide con el de Rajan y Zingales (1995) en su análisis de los países del G-7.

5.- CONCLUSIONES

El objetivo de este trabajo ha sido estudiar la situación económico-financiera de las empresas privatizadas en España y hacer un análisis de los factores que influyen en la estructura de capital de las empresas diferenciándolas según su titularidad y su pertenencia a sectores regulados. Por lo tanto, con nuestro análisis hemos pretendido estudiar las diferencias en rentabilidad y apalancamiento en empresas privatizadas y compararlo con empresas de capital privado del mismo sector industrial. Los resultados muestran que las empresas objeto de un programa privatizador tienen una mayor rentabilidad y un menor apalancamiento que las privadas.

Nuestros resultados sugieren que las empresas privatizadas no son menos eficientes que las de capital privado, esto apoya la hipótesis de Vergés (2000) que asegura que el motivo por el que los países llevan a cabo privatizaciones es meramente recaudatorio y por lo tanto es necesaria una reestructuración previa a la venta de las mismas por parte del Estado mediante una transferencia de fondos públicos, debido a que la valoración de una empresa antes de su privatización es una de las fases más importantes del proceso de venta.

En cuanto a los factores que determinan la estructura de capital, vemos que las empresas privadas muestran un mayor apalancamiento. Una mayor rentabilidad se traduce en un menor apalancamiento y las empresas de mayor tamaño o más activos tangibles tienen mayores ratios de deuda.

Hemos analizado las diferencias entre empresas privatizadas o no-privatizadas por un lado, y las reguladas o no-reguladas por otro. Pero no hemos realizado un estudio de las empresas privatizadas pertenecientes a sectores no-regulados para así realizar una estimación de los efectos estrictos de la privatización, lo cual puede ser objeto de estudio en futuras investigaciones.

Este estudio tiene importantes implicaciones en la literatura sobre privatizaciones porque ha realizado una nueva aportación empírica sobre el proceso de privatizaciones español poniendo en duda que se hayan alcanzado actualmente los objetivos iniciales de los programas privatizadores.

ANEXO: Empresas privatizadas y su correspondiente pareja de control

| Empresa Privatizada | Empresa Privada | Año Privatización |
|--|---|-------------------|
| Compañía Auxiliar de Industrias Varias | Horticold Airspray Systems S.L. | 1994 |
| Corporación Sidenor S.A. | Barcelo Corporación Empresarial S.A. | 1995 |
| Gas Natural SDG S.A. | Iberdrola | 1996 |
| Aceralia Corporación Siderurgica S.A. | Asturiana de Zinc S.A. | 1997 |
| Telefónica S.A. | Auna Telecomunicaciones S.A. | 1997 |
| Empresa Naviera Elcano S.A. | Boirasol Xxi S.L. | 1997 |
| Repsol Ypf S.A. | Compañía Española de Petróleos S.A. | 1997 |
| Enagas S.A. | Easur S L | 1997 |
| Alcoa Inespal S.A. | Global Steel Wire S.A. | 1997 |
| Aldeasa S.A. | Grupo El Arbol Distribucion y Supermercados S.A | 1997 |
| Ferroperfil S.A. | Herramientas Galicia S.A. | 1997 |
| Iongraf S.A. | Ingalza S.A. | 1997 |
| Hijos De J Barreras S.A. | Naval Gijón | 1997 |
| Endesa S.A. | Unión Fenosa S.A | 1997 |
| Indra Sistemas S.A. | Azertia, Tecnologías de la Información S.A. | 1998 |
| Altadis S.A. | Compañía de Distribución Integral Logista S.A | 1998 |
| Productos Tubulares S.A. | Tubacex S.A. | 1998 |
| Astilleros De Santander S.A. | Francisco Cardama S.A. | 1999 |
| Red Eléctrica De España S.A. | Hidroeléctrica Del Cantábrico S.A. | 1999 |
| EADS Construcciones Aeronáuticas S.A. | Industria De Turbo Propulsores S.A. | 1999 |
| Lm Composites Toledo S.A. | Manufacturas Max Plastic S.A. | 1999 |
| Grupo Empresarial ENCE S.A. | SA Industrias Celulosa Aragonesa | 2001 |
| Iberia Líneas Aéreas de España S.A. | Spanair S.A. | 2001 |

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ARRONDO, R., GÓMEZ-ANSÓN, S., 2003, 'A study of Spanish firms' security issue decision under asymmetric information and agency costs'. *Applied Financial Economics*, 13, 771-782.
- BERNE, M., POGOREL, G., 2004, 'Privatization experiences in France'. Cesifo Working Paper no. 1195, Category 9: Industrial Organisation. May 2004
- BEVAN, A.A., DANBOLT, J., 2002, 'Capital structure and its determinants in the UK – a descompositional analysis'. *Applied Financial Economics*, 12, 159-170.
- BOUSSOFIANE, A., MARTIN, S., PARKER, D., 1997, 'The impact on technical efficiency of the UK privatization programme'. *Applied Economics*, No.29, 297-310.
- BOYCKO, M., SHLEIFER, A., VISHNY, R.W., 1996, 'A Theory of Privatisation'. *The Economic Journal* 106, March, 309-319.
- DEWENTER, K.L., MALTESTA, P.H., 2001, 'State-Owned and Privately Owned Firms: An Empirical Analysis of Profitability, Leverage, and Labor Intensity'. *The American Economic Review*, Vol. 91, No.1, 320-334.
- GOLDSTEINS, A., 2003, 'Privatization in Italy 1993-2002: goals, institutions, outcomes, and outstanding issues'. Cesifo Working Paper no. 912, Category 1: Public Finance. April 2003
- HALL, G.C., HUTCHINSON, P.J., NICOS, M., 2004, 'Determinants of the capital structures of European SMEs'. *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 31 Issue 5-6, 711-728.
- HYCLAK, T.J., KINA, A.E., 1994, 'The Privatisation Experience in Eastern Europe'. *World Economy*, Vol. 17 (4), 529-550.
- JENSEN, M.C., MECKLING, W.H., 1976, 'The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure'. *Journal of Financial Economics*, 305-362
- JENSEN, G.R., SOLBERG, D.P., ZORN, T.S., 1992, 'Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies'. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 27, June, 247-263.
- KNIEPS, G., 2004, 'Privatisation of network industries in Germany: A disaggregated approach'. Cesifo Working Paper no. 1188, Category 9: Industrial Organisation May 2004
- KOLE, S.R., MULHERIN, J.H., 1997, 'The Government As A Shareholder: A Case From The United States'. *Journal of Law & Economics*, 40(1), 1-22.
- LA PORTA, R., LOPEZ DE SILANES, F., SHLEIFER, A., VISHNY, R.W., 1997, 'Legal Determinants of External Finance'. *The Journal of Finance*, Vol. LII, No.3, 1131-1150.

- MIGUEL DE, A., PINDADO, J., 2001, 'Determinants of capital structure: new evidence from Spanish panel data'. *Journal of Corporate Finance*, 7, 77-99.
- MEGGINSON, W.L., NASH, R.C., VAN RANDENBOURGH, M., 1994, 'The Financial and Operating Performance of Newly Privatised Firms: An international Empirical Analysis'. *The Journal of Finance*, Vol. XLIX, No.2, 403-452.
- MYERS, S., MAJLUF, N., 1984, 'Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have'. *Journal of Financial Economics*, 13, Iss.2, 187-221.
- OECD, 2003, *Privatising State-Owned Enterprises. An Overview of Policies and Practices in OECD Countries*.
- OZKAN, A., 2001, 'Determinants of Capital Structure and Adjustment to Long Run Target: Evidence from UK Company Panel Data'. *Journal of Business Finance & Accounting* 28 (1) & (2) January/March, 175-198.
- RAJAN, R.G., ZINGALES, L., 1995, 'What We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data'. *Journal of Finance*, Vol. L, No. 5, 1421-1460.
- RYEN, G.T., VASCONCELOS, G.M., KISH, R.J., 1997, 'Capital structure decisions: What have we learned?'. *Business Horizons*, Vol.40, Iss.5, 41-50.
- TITMAN, S., WESSELS, R., 1988, 'The Determinants of Capital Structure Choice'. *Journal of Finance*, Vol. XLIII, No. 1, 1-19.
- VERGÉS, J., 2000, 'Privatisations in Spain: Process, Policies and Goals'. *European Journal of Law and Economics*, 9(3), 255-280.
- VICKERS, J., YARROW, C., 1988, *Privatization and economics analysis*. The MIT Press, Cambridge, Massachusetts.
- VILLALONGA, B., 2000, 'Privatization and efficiency: differentiating ownership effects from political, organizational, and dynamic effects'. *Journal of Economic Behavior & Organization* 42, 43-74.
- WALD, J.K., 1999, 'How firms characteristics affect capital structure: an international comparison'. *The Journal of Financial Research* Vol. XXII, No.2, 161-187.