
Participaciones industriales de la banca española: contexto, evolución y situación actual

156

Este trabajo analiza la presencia de las entidades bancarias como accionistas de empresas no financieras españolas. Se revisan las características fundamentales de los dos modelos de sistemas financieros (orientado al mercado y a la banca) y los fundamentos teóricos sobre los beneficios y costes asociados a las participaciones industriales bancarias. El análisis de las participaciones actuales de bancos y cajas de ahorros pone de manifiesto su presencia activa y cualificada en el capital de las grandes empresas españolas, más como accionistas significativos que mayoritarios. Las cajas de ahorros, bien ellas mismas o a través de sus corporaciones, muestran una cartera inversora más diversificada e importante en número que los bancos. Durante 2006, los bancos han efectuado importantes desinversiones en su cartera industrial.

Lan honetan aztertzen da nolako presentzia duten banku-erakundeek Espainiako enpresa ez-finantzarioen akziodun moduan. Finantza-sistemen bi ereduei buruzko (merkatu eta bankuei zuzendatu) funtsezko ezaugarriak aztertzen dira, bai eta bankuen industria-partaidetzei lotutako onuren eta kostuen gaineko oinarri teorikoak ere. Bankuek eta aurrezki-kutxek gaur egun dituzten partaidetzak aztertuz gero, agerian geratzen da erakunde horiek presentzia aktiboa eta kualifikatua dutela Espainiako enpresa handien kapitalean, batez ere akziodun aipagarri moduan; ez hainbeste, ordea, akziodun gehiengodun moduan. Aurrezki-kutxek, beren kabuz edo beren korporazioen bidez, bankuek baino inbertsio-zorro dibertsifikatuagoa eta handiagoa erakusten dute. 2006an, bankuek desinbertsio handiak egin dituzte beren industria-zorroan.

This paper aims to analyze the role of financial institutions as shareholders of non financial listed firms. After revising the main characteristics of the two-types of financial systems (market and bank oriented) and presenting the theoretical framework of the benefits and costs of financial stockholdings, the paper describes the actual situation. Banks and savings institutions are active and qualified investors. They act more as significant shareholders than as main shareholders. Savings institutions, themselves or through their corporations have a more diversify portfolio. They invest in more non financial firms than banks. During 2006, banks have disinvested in several companies.

ÍNDICE

1. Introducción
 2. Modelos de sistema financiero
 3. La banca como accionista: beneficios y costes
 4. Las participaciones industriales de la banca española: evolución y situación actual
 5. Conclusiones
- Referencias bibliográficas

Palabras clave: participaciones, banca, cajas de ahorros.

Keywords: stockholdings, banks, savings institutions.

N.º de clasificación JEL: G21, M1.

1. INTRODUCCIÓN

España ha sido tradicionalmente clasificada como un país con un sistema financiero basado en los bancos (*bank-based system*) por la importancia que tradicionalmente han tenido las participaciones de las entidades bancarias en el capital de las empresas. Dos rasgos distintivos de la historia empresarial española han sido la importancia de la banca mixta (banca comercial y que invierte en empresas o banca universal) en la financiación de las empresas y un modelo de desarrollo basado en la creación de grupos empresariales (Valdalisio, 2004). En nuestro

país, la banca tuvo un papel destacado en el desarrollo económico (Tortella, 1972 y 1974; Torrero, 1989), especialmente en lo que se refiere a su papel como impulsor de la industria española hasta la crisis bancaria de los años ochenta (Pes, 1990). Tradicionalmente, la participación de la banca en la industria fue un negocio reservado a los bancos, pero a partir de los años noventa, la participación en empresas industriales por parte de las cajas de ahorros experimentó una importante expansión (Cals, 1998).

Por ello, las relaciones banca-industria, y en general, la participación de las entidades del sistema bancario en el capital de empresas no financieras ha sido analizada ampliamente en nuestro país. Destacan así las aportaciones de Blanch *et al.* (1990), Torrero (1990), Bergés y Sánchez del Villar (1991), Cuervo (1991), Torrero (1991), Ochoa (1993), Saez *et al.* (1994), Martín *et*

* Las autoras agradecen la ayuda prestada por la Dra. Silvia Gómez Ansón para la realización de este artículo. Este trabajo ha sido financiado por el proyecto SEJ2005-08805 del Ministerio de Educación y Ciencia, el proyecto V069 de la Comunidad de Madrid y la Universidad Rey Juan Carlos y la Cátedra Iberdrola de Investigación en Dirección y Organización de Empresas.

al. (1995), Saá-Requejo (1996), Zoido (1998), Gutiérrez *et al.* (2000), Casasola *et al.* (2001) y Fernández (2003).

La anunciada o ya realizada salida a bolsa de los holdings industriales de las cajas de ahorros españolas, asociada a su interés por captar recursos y a sus planes de expansión internacional, ha reavivado el debate en nuestro país sobre las relaciones banca-industria, y sus posibles beneficios y costes.

El objetivo del presente artículo es analizar la presencia del sector bancario como accionista de las empresas no financieras en nuestro país. Para ello, en la sección 2 se hace una descripción de los dos modelos de sistema financiero (orientado al mercado y a la banca) y sus principales características. A continuación, en la sección 3 se exponen los fundamentos teóricos acerca de los posibles beneficios y costes asociados a las participaciones industriales por parte del sector bancario, aludiendo a la evidencia empírica existente al respecto. La sección 4 presenta de manera breve la evolución e importancia de las relaciones banca-industria en el pasado y la situación actual, mostrando la composición de la cartera industrial de los bancos y cajas de ahorros existentes hoy en día en nuestro país. Finalmente, en la sección 5 se exponen las principales conclusiones.

2. MODELOS DE SISTEMA FINANCIERO

Los economistas han debatido ampliamente sobre los méritos relativos a los dos modelos básicos de relaciones entre el sistema bancario y la industria: el modelo anglosajón o modelo orientado al mercado —*market oriented system*—, y el modelo continental o modelo orientado a la banca

—*bank oriented system*—. Muchos autores han señalado así las ventajas que tienen los mercados para financiar la creación de nuevas empresas, la expansión empresarial, y por ende, el crecimiento económico, mientras que otros autores señalan las ventajas de los sistemas basados en la banca. En este sentido, se suelen poner como ejemplo de sistemas orientados al mercado los existentes en Reino Unido y Estados Unidos, frente a los sistemas basados en los bancos, entre los que se suele citar a Japón y Alemania.

En el modelo orientado a la banca, las instituciones del sistema bancario poseen importantes carteras de valores industriales y tienen un importante peso en la financiación a largo plazo de las empresas (Corbett, 1987). Este modelo se caracterizaría así por el bajo desarrollo de los mercados financieros, acudiendo las empresas mayoritariamente al sistema bancario en busca de financiación. Pero además, en los países en los que predomina el modelo orientado a la banca, el gobierno de las empresas descansa fundamentalmente en mecanismos de supervisión internos, principalmente en el control ejercido por los grandes accionistas —debido a la elevada concentración de propiedad— y por el consejo de administración. Por ello, este modelo recibe también la denominación de modelo interno. En este contexto, los conflictos de agencia predominantes serían aquéllos entre accionistas mayoritarios y accionistas minoritarios y no tanto entre propiedad y control.

Distintos autores sugieren el efecto beneficioso de la participación en el capital de las empresas como consecuencia de su mayor información y de su orientación a largo plazo (González, 2001). En este sentido, Gerschenkron (1962) argumenta que los

bancos financian mejor la expansión industrial que los mercados en economías no desarrolladas. Bancos poderosos podrían forzar a las empresas a revelar información y a cumplir con el pago de la deuda en ausencia de mercados de capitales desarrollados (Rajan y Zingales, 1999). Stulz (2001) argumenta que los bancos son más efectivos para proveer recursos a nuevas e innovadoras actividades ya que pueden comprometerse a realizar aportaciones de fondos adicionales a medida que se desarrolla el proyecto.

Por el contrario, los sistemas basados en los mercados de capitales, tienen a éstos como principales asignadores de fondos ya que las empresas acuden a ellos en busca de la financiación a largo plazo, encargándose el sistema bancario principalmente de suministrar recursos financieros a corto plazo. En este modelo, habitualmente asociado a países como el Reino Unido y Estados Unidos, la propiedad está dispersa, presentándose mayoritariamente un problema de agencia entre accionistas y directivos y prevalecerán como mecanismos de supervisión, los externos, basados fundamentalmente en la disciplina de los mercados, como la del mercado de capitales o de control corporativo, por lo que también se conoce como modelo externo.

Los que apoyan el modelo orientado al mercado enfatizan que los bancos pueden paralizar la innovación extrayendo rentas informacionales y protegiendo a empresas establecidas (Hellwig, 1991; Rajan, 1992). Además, puede haber efectos colusivos con los gestores empresariales en contra de los inversores externos e inhibir un eficiente mercado de control corporativo (Hellwig, 1998). Serían los mercados los que promoverían en mayor medida industrias innovadoras y basadas en I+D (Allen, 1993).

Aunque tradicionalmente se ha tratado el tema como dos modelos o sistemas contrapuestos, ello no tiene por qué ser necesariamente así. Bancos y mercados pueden actuar de forma complementaria en la provisión de servicios financieros, siendo lo importante para el crecimiento empresarial el desarrollo financiero, tal y como sugiere la denominada «*financial services view*». Es más, es difícil encuadrar a los países en uno u otro sistema, incluso en el caso de los países considerados como ejemplos de cada uno. Así, por ejemplo Beck y Levine (2002) muestran que, si se utiliza la actividad comparada de mercados de valores *versus* bancos como medida de la adscripción de un país a uno u otro modelo, Japón obtiene puntuaciones similares a Reino Unido; por el contrario, si se consideran las restricciones legales a la participación de los bancos en el capital, éstas existen en Japón, mientras que son inexistentes en el Reino Unido. Es más, estos autores demuestran que no hay correlación entre la ratio actividad de los mercados de valores frente a bancos y restricciones legales a la banca para una muestra de 42 países.

Igualmente, por lo que se refiere a otro aspecto que se suele citar como característico de los sistemas orientados a la banca, la elevada concentración de propiedad, los países exponentes de los distintos modelos no siempre reflejan una estructura accionarial acorde con las características que presuponen los modelos. Tal y como muestran La Porta *et al.* (1999), mientras que en Alemania, el 15 por ciento de las empresas tienen como principal accionista un banco, este porcentaje es de 0 en Japón, Estados Unidos o Reino Unido.

En los últimos años la denominada literatura «*Law and Finance*» iniciada por los trabajos de La Porta *et al.* (1997, 1998) sugiere

que el desarrollo de los mercados de capitales depende de distintos factores como las costumbres, normativas, legislación y regulación, así como de su aplicación. Las diferencias existentes entre países en la protección legal a los inversores, en las leyes de los mercados de valores, en los estándares contables y en la aplicación de la legislación, influyen en las posibilidades de los internos de expropiar riqueza a los inversores, y por ende, determina la confianza de los inversores en los mercados y su desarrollo. Los países con una mayor protección a los inversores presentarán una estructura de propiedad más dispersa y un mayor desarrollo de los mercados financieros, tanto de renta variable como de renta fija.

Así, en los países pertenecientes a sistemas legales de origen civil romano suele existir un reducido grado de protección a los inversores (La Porta *et al.*, 1997), por lo que presentan un bajo desarrollo de sus mercados de capitales, un reducido número de empresas cotizadas, reducida liquidez, información y transparencia, y una escasa actividad por parte de los inversores institucionales (Nestor y Thompson, 2000). En estos países las empresas presentan una elevada concentración de la propiedad empresarial principalmente en manos de familias, bancos y otras empresas no financieras; siendo asimismo frecuente la existencia de participaciones cruzadas y de estructuras piramidales (La Porta *et al.*, 1999).

Por el contrario, los países con un sistema legal basado en el derecho común presentan un alto grado de protección a los inversores, un gran número de empresas cotizadas, elevada liquidez y transparencia informativa, una estructura de propiedad menos concentrada, y escasas participaciones cruzadas entre empresas y estructuras piramidales.

Estudios recientes como el de Levine (2000), que demuestra que el tipo de sistema financiero no es un buen predictor del crecimiento económico, o el de Beck y Levine (2002) sugieren que lo que realmente influye en el crecimiento empresarial es el desarrollo financiero de los mercados y la protección a los inversores y no el tipo de modelo (orientado al mercado o a la banca). Este hecho ayuda a explicar que la evidencia empírica no haya conseguido decantarse por las bondades del modelo de sistema financiero basado en la banca o en el mercado de capitales (Shleifer y Vishny, 1997). Si bien, como ya hemos comentado, no se observa que uno u otro modelo conlleve una mayor eficiencia económica, las características específicas de cada uno de los modelos sí que parecen favorecer un mayor desarrollo de determinadas actividades económicas (Allen y Gale, 2000).

De hecho, el modelo orientado al mercado sería más flexible y tendría mayor capacidad de respuesta ante los cambios en el entorno competitivo de la empresa, mientras que el modelo interno fomentaría en mayor medida las relaciones a largo plazo y permitiría implementar políticas que requieran el mantenimiento de relaciones estables entre diferentes agentes o grupos con intereses en la empresa (Allen, 1994). El modelo externo ofrecería ventajas comparativas a las empresas pertenecientes a sectores innovadores y basados en las nuevas tecnologías, mientras que el modelo interno favorecería el desarrollo de empresas pertenecientes a sectores maduros y con menor grado de incertidumbre en sus flujos de renta futuros (Allen y Gale, 1999; Huang y Xu, 1999; Carlin y Mayer, 2003).

España, como otros países, no presenta todas las características que permitirían adscribirlo a un modelo orientado a la banca

o a un modelo orientado al mercado, pero sí que es considerado tradicionalmente dentro del grupo de países con un modelo orientado a la banca. Las empresas españolas cotizadas se caracterizan por presentar una elevada concentración accionarial y altos niveles de endeudamiento —principalmente bancario—. En relación con la estructura de propiedad, se observa además que el control suele ser ejercido por familias, seguidas en importancia por entidades financieras que a su vez presentan una propiedad dispersa. Así, de acuerdo con Crespi y García-Cestona (1998), tomando como muestra las empresas españolas cotizadas en el año 1995, la participación accionarial —directa e indirecta— del principal accionista asciende en promedio al 38,27% del capital, elevándose esta cifra hasta el 57,45% para el caso de los tres mayores accionistas. Estudios más recientes como los de Leech y Manjón (2003), Mínguez y Martín (2003) o Santana y Aguiar (2004), presentan cifras de concentración accionarial similares. Además, tal y como muestran Sacristán-Navarro y Gómez-Ansón (2007), en más de la mitad de las empresas cotizadas, los grandes accionistas controlan a las empresas mediante otras empresas y ejercen en algunos casos el control mediante el uso de estructuras piramidales, estando presentes en gran parte de las empresas cotizadas (26%).

En cuanto a la naturaleza de los grandes accionistas que ostentan el control último de las empresas españolas, estos son, en un elevado porcentaje, individuos y familias —aproximadamente el 55% de las empresas que poseen accionistas de control—, y entidades financieras, que a su vez se caracterizan por tener una propiedad dispersa —entre un 11 y un 18% de las empresas— (Faccio y Lang, 2002; Santana y

Aguiar 2004). Según Sacristán-Navarro y Gómez-Ansón (2007), los bancos son los últimos propietarios de las empresas cotizadas en un 13% de los casos, existiendo una divergencia significativa entre los derechos de caja y de voto que poseen. El poder de estos grandes accionistas se ve fortalecido porque habitualmente no suele existir un segundo accionista de control —en un 44,3% de los casos un único accionista mayoritario ejerce el control de la empresa—, y por la habitual vinculación de los gestores al principal grupo de control —en un 62,5% de los casos— (Faccio y Lang, 2002).

Otro de los aspectos característicos del modelo de gobierno corporativo español es que las empresas cotizadas presentan un elevado grado de endeudamiento, que se sitúa en torno al 40% de su pasivo total en promedio, siendo éste principalmente de naturaleza bancaria (Salas, 1998). El posible papel disciplinario ejercido por la deuda es corroborado por distintos estudios que muestran que el mercado reacciona positivamente ante el anuncio de incrementos en la deuda bancaria (González, 1997; Arrondo y Gómez-Ansón, 2003) o que el apalancamiento financiero presenta una relación positiva con el valor empresarial (Rodríguez, 1997), especialmente en el caso de empresas con pocas oportunidades de inversión rentables y elevados flujos de caja libres (De Andrés *et al.*, 2000) y en empresas pertenecientes a sectores en crisis (Gutiérrez, 2000). Se observa además que las empresas en las que el máximo ejecutivo tiene más posibilidades de llevar a cabo comportamientos oportunistas, tratan de eludir la disciplina del endeudamiento utilizando en menor medida esta fuente de financiación (Menéndez y Gómez-Ansón, 2002).

España posee una legislación civil de origen romano-francés y por ello se encuadra dentro del grupo de países que presentan una menor protección legal a los accionistas en relación con los países anglosajones. Sin embargo, presenta una protección a los accionistas relativamente elevada dentro del grupo de países con este tipo de legislación (4 puntos sobre 5, media de 2,33 puntos); aunque el grado de eficiencia del sistema judicial es relativamente bajo (6,25 puntos sobre 10) (La Porta *et al.*, 1998). El grado de corrupción existente en España (6,9 puntos sobre 10) es superior al existente en los países anglosajones y escandinavos, si bien iguala al existente en Francia y es inferior al existente en países como Italia o Portugal (Transparency Internacional, 2004).

Otro de los rasgos característicos de España ha sido la reducida capitalización bursátil en términos de PIB, debido al número reducido de empresas cotizadas en las bolsas de valores, el reducido grado de inversión institucional, y la relativa baja liquidez de los activos negociados (Fanjul, 1998; Demirgüç-Kunt y Levine, 2001), aun a pesar del importante desarrollo que han experimentado en los últimos años de los años noventa. Unido a ello, el desarrollo del mecanismo externo del mercado de control corporativo también ha sido escaso. La evidencia empírica demuestra el carácter amistoso de la mayor parte de las operaciones de adquisición realizadas a lo largo de esos años, siendo muy reducido el número de opas hostiles (Alcalde y Espitia, 2001). Esta escasez de operaciones hostiles se puede atribuir a la ya comentada elevada concentración de la propiedad de las empresas españolas lo que dificultaría el éxito de este tipo de operaciones cuando son contrarias a la voluntad del grupo de

control, a la legislación existente en España en relación con esta materia (Fernández-Armesto, 1997) y a las medidas defensivas implantadas en las empresas españolas cotizadas (Eguidazu, 1996; Fernández y Gómez-Ansón, 1997; Cuervo, 2002; Santana y Aguiar, 2004).

3. LA BANCA COMO ACCIONISTA: BENEFICIOS Y COSTES

En países como Alemania, Bélgica, Países Nórdicos, Portugal o España, la banca es uno de los accionistas significativos de las empresas industriales. Como grandes accionistas, las entidades bancarias concentrarán una parte importante de su riqueza en las empresas en las que invierten, en detrimento de carteras más diversificadas y soportarán una disminución en la liquidez de los títulos de la empresa (Admati *et al.*, 1994; Bolton y Von Thadden, 1998), pero su posición de accionistas significativos generará incentivos para que ejerzan un papel activo en la supervisión de la actuación directiva pues los mayores beneficios asociados a una participación significativa en el capital permitirán compensar los costes derivados de la actividad de supervisión (Jensen y Meckling, 1976; Shleifer y Vishny, 1986; McConnell y Servaes, 1990).

La presencia de grandes accionistas permitirá superar la falta de incentivos individuales para ejercer la supervisión de la labor directiva, o el problema del polizón, existente en empresas con un accionariado muy disperso (Grossman y Hart, 1980), lo que conllevará un incremento del valor de la empresa. Si bien esto es cierto, hay que decir que la existencia de grandes accionistas también conlleva el riesgo de

que éstos extraigan beneficios privados de control (Shleifer y Vishny, 1997; Johnson *et al.*, 2000; Claessens *et al.*, 2002; Shleifer y Wolfenzon, 2002). Los comportamientos oportunistas ejercidos por los grandes accionistas, y que suponen una expropiación de la riqueza de los accionistas minoritarios, han recibido la denominación genérica de «*tunneling*» (Johnson *et al.*, 2000) e incluyen todas las actividades que permiten a los accionistas mayoritarios apropiarse de recursos o de beneficios de la empresa. Ejemplos de este tipo de actividades son la venta de activos, los contratos de suministro, los precios de transferencia por debajo de los precios de mercado, la expropiación de oportunidades de negocio de la empresa, o la fijación de salarios excesivos para los accionistas-gestores.

La evidencia empírica en España con relación al efecto de los grandes accionistas sobre el valor empresarial, al igual que la evidencia internacional, no es concluyente. Algunos autores sugieren una relación positiva entre la concentración accionarial y los resultados de la empresa (Galve y Salas, 1993 y 1995; Díaz y García, 2001) o la calidad de la información financiera (Azofra *et al.*, 2003). Por el contrario, otros estudios muestran una menor sensibilidad en el reemplazo de directivos ante los malos resultados empresariales para el caso de empresas con una mayor concentración de la propiedad (Gispert, 1998; Fernández, 2000), o la existencia de una relación negativa entre el valor de la empresa y la concentración accionarial para valores elevados de esta última variable (Mínguez y Martín, 2003; De Miguel *et al.*, 2004).

Por una parte, en el ámbito de los conflictos de interés entre accionistas y acree-

dores, la condición de la entidad financiera como accionista y prestamista reduciría los conflictos de infrainversión (el incentivo de los accionistas a no aceptar proyectos creadores de valor que beneficiarían principalmente a los acreedores) y de sustitución de activos (el incentivo de los accionistas a expropiar riqueza a los acreedores con decisiones que incrementen el riesgo de la empresa). Sin embargo, dado que el banco como prestamista financiero es adverso al riesgo también podría utilizar su control sobre la empresa en calidad de accionista para evitar inversiones con elevado riesgo.

Además, hay que considerar las ventajas informativas para el banco asociadas a su condición de accionista. Tal y como señala Diamond (1984), las entidades bancarias presentan economías de alcance en la gestión de la información ya que pueden supervisar sin costes adicionales cuando los costes de la información adquirida para la realización de su actividad principal son útiles también para su papel como accionista. Adicionalmente, la decisión de adquirir acciones por parte de la entidad bancaria puede constituir una señal al mercado sobre la calidad de la empresa, reduciendo así los problemas de selección adversa con otros posibles proveedores de deuda así como el coste de la deuda. El banco accionista estará también en mejores condiciones para evaluar las perspectivas reales de recuperación de la empresa en caso de crisis y, consecuentemente, decidir si seguir apoyándola financieramente (Hoshi *et al.*, 1990). Sin embargo, hay que considerar que los bancos pueden también apoyar a sus participadas aunque ésta no sea la decisión más eficiente redundando en los intereses privados de los directivos.

La evidencia empírica en relación con los efectos de la participación bancaria en las empresas no es concluyente. Para el caso de Alemania, Cable (1985) encuentra que la participación accionarial de las entidades financieras en empresas industriales incrementa la rentabilidad de estas últimas para una muestra de empresas en 1970. A similares conclusiones llegan Gorton y Schmidt (2000) utilizando una muestra de empresas en 1974, pero no cuando emplean una muestra del año 1985. Para el caso de Japón, Hoshi *et al.* (1991) encuentran que las empresas pertenecientes a grupos industriales contruidos en torno a un banco principal (*keiratsu*) tienen más facilidades para obtener fondos, por lo que sus decisiones de inversión dependen menos de su capacidad de generar fondos internamente. Igualmente, las empresas vinculadas a un banco principal se recuperan antes de los problemas financieros que hubieran experimentado (Hoshi *et al.*, 1990), pero Weinstein y Yafeh (1998) muestran que las empresas participadas por un banco principal experimentan menores niveles de crecimiento, lo que apoyaría la idea de que los bancos utilizarán su capacidad decisoria como accionista para evitar inversiones de alto riesgo. Morck *et al.* (1999) encuentran evidencia de una relación convexa (inicialmente negativa y luego positiva) entre la participación accionarial bancaria y el valor de la empresa.

Los resultados para el caso español tampoco son concluyentes. Zoido (1998) concluye que la participación bancaria conlleva unos menores costes de financiación de nuevos proyectos y que los bancos no presionan a los acreedores para que alarguen los plazos ni continúen financiando a sus participadas cuando éstas experimentan problemas de insolven-

cia. García-Marco y Ocaña (1999) encuentran que la participación accionarial bancaria influye positivamente en la calidad de las decisiones de inversión, mientras que Fortuna y Tejerina (2002) documentan que las empresas con una mayor participación de las entidades de crédito en el capital social presentarían un menor grado de expropiación a los accionistas minoritarios y consejos de administración cuyas características son más acordes con las recomendaciones de los códigos de buen gobierno. Sin embargo, trabajos como el Cuervo-Cazurra (1999) muestran una relación negativa entre el control bancario y los resultados de la empresa, debido a las limitaciones que las entidades bancarias imponen al riesgo de las inversiones empresariales, y por ende, a su rentabilidad; se observa además una relación positiva entre la participación accionarial de los bancos y el nivel de endeudamiento de las empresas, que apuntaría hacia la extracción de beneficios privados de control por parte de los bancos a través de incrementos en su actividad crediticia con las entidades participadas. En el mismo sentido apuntan los resultados de Gutiérrez *et al.* (2000) que muestran una relación positiva y significativa entre la participación de las entidades financieras en el capital de las empresas y el porcentaje de consejeros dominicales en representación de estas empresas. También encuentran que las empresas con mayor participación bancaria son las que están más endeudadas a medio y largo plazo. Casasola *et al.* (2001) encuentran un efecto negativo sobre la rentabilidad de la empresa cuando los dos máximos accionistas son entidades de crédito, pero no cuando hay una única entidad como gran accionista, especialmente si la participación es bastante grande.

4. LAS PARTICIPACIONES INDUSTRIALES DE LA BANCA ESPAÑOLA: EVOLUCIÓN Y SITUACIÓN ACTUAL

Existen numerosos estudios sobre las relaciones banca-industria en España. Estos estudios apuntan a distintas fases o etapas en lo que se refiere a esta relación.

Ochoa (1993) distingue las siguientes etapas:

- a) Una primera fase que se extendería hasta 1975 aproximadamente

Durante esta etapa la banca estuvo muy comprometida con la actividad industrial en España. Así, de acuerdo con Muñoz (1969), en 1969, la banca estaba presente en los consejos de administración de sociedades que suponían el 75 por ciento del capital desembolsado. Así, Blanch *et al.* (1990) documentan que hasta 1975, el porcentaje que supusieron las acciones emitidas por empresas no financieras sobre la cartera de títulos de la banca fue creciente. La ausencia de una clase empresarial capaz de abordar los proyectos económicos y asumir los riesgos que exigía el despegue económico, la no existencia de un mercado de capitales desarrollado y el marco legal vigente explicarían esta situación.

Durante este periodo se promulgó la Ley de Bases de Ordenación del Crédito y de la Banca (1962) que perseguía la especialización de los bancos en bancos comerciales (especializados en la financiación de las familias y el crédito a corto plazo a la industria) y bancos industriales (especializados en la financiación a medio y largo plazo de la industria y la gestión de participaciones en las empresas). Como es sabido, esta Ley, en realidad, no logró la esperada es-

pecialización y numerosos bancos industriales acabaron desapareciendo durante la crisis bancaria de finales de los setenta y la primera mitad de los 80.

- b) Una segunda fase que se extendería desde 1975 hasta mediados de los ochenta

La caída de las cotizaciones con la crisis económica de los años setenta disminuyó el atractivo de la banca por las participaciones industriales, que junto la liberalización del marco regulador y el mayor atractivo de la renta fija y la deuda pública, llevó a que en los años de la crisis se produjese un cambio en la banca en relación a las inversiones. Durante estos años, la banca privada suscribió un porcentaje reducido de las emisiones de renta variable de las empresas no financieras y se produjo una política de desinversión de sus participaciones industriales (Cuervo, 1993). Ello llevaría a una disminución del peso en el activo de la banca de la financiación destinada a empresas no financieras y familias, desde el 64,1 por ciento en el año 1980 al 47,5 por ciento en el año 1988 (Pes, 1990). En este sentido, Blanch *et al.* (1990) documentan que el porcentaje que los títulos de renta variable emitidos por empresas no financieras en poder de la banca sobre el total de títulos emitidos mostró una tendencia decreciente desde 1978 hasta 1987.

- c) Tercera fase desde finales de los ochenta

La tendencia del periodo anterior cambia a partir de 1988. Las políticas privatizadoras con la creación de núcleos duros y la caída de los márgenes financieros y operativos en el sector bancario hizo que se advirtiese una cierta revitalización del interés

de algunas entidades por la inversión en empresas industriales, produciéndose un efecto de reordenamiento de las carteras y la creación de corporaciones, grupos industriales o holdings formados por la cartera de participaciones industriales estables (Fernández, 2003). Este fue el caso de Banesco, a finales de los ochenta, con la creación de la Corporación Industrial y Financiera o del BBVA. Los bancos aumentaron también sus participaciones en entidades de crédito, participaron en las privatizaciones entrando a formar parte de los núcleos duros de empresas privatizadas e intensificaron su expansión internacional (Sáez y Martín, 2000).

Sin embargo, la novedad en las relaciones banca-industria en España durante estos años se produjo con la entrada de las cajas de ahorros en el capital de las empresas industriales. La liberalización del sistema financiero español y la bancarización de las cajas, junto a la liberalización del sector servicios, la privatización de empresas públicas con la creación de núcleos duros y la caída de los márgenes financieros y ordinarios del sistema bancario estimularon la participación de las cajas en empresas no financieras durante los noventa (Cals, 1998). Esta política de participación accionarial en empresas no financieras se produjo entrando como accionista significativo de las grandes empresas cotizadas españolas y mediante la toma de participaciones en pequeñas y medianas empresas dentro de su ámbito de influencia regional. La adquisición de participaciones industriales ha supuesto para las cajas, así como para otras entidades, nuevas oportunidades de negocio y vías alternativas para la generación de ingresos en un contexto de elevada competencia.

d) Panorama actual

En el año 2006, el valor agregado de la cartera industrial del conjunto de entidades se situó en 116.000 millones de euros, cifra un 9% superior a la del año anterior, y que representa el 4,4% del activo total de bancos y cajas de ahorros, siendo la participación más alta en el caso de las cajas (5,7%) que en el de los bancos (3,5%). A finales del año 2007, las 45 cajas españolas con federadas en la CECA tenían en sus balances un total de 24.015 millones de euros en participaciones. De igual forma, en el año 2007 las cajas de ahorros españolas disponían de un total de 22.338.658 y 2.605.973 miles de euros en acciones de sociedades cotizadas y no cotizadas, respectivamente (cuadro n.º 1).

Centrándonos ya en datos más recientes, y comenzando por el análisis de las participaciones de las cajas de ahorros, en el periodo de tiempo 2004-2007 un total de 27 cajas españolas tienen participaciones industriales en empresas cotizadas, al igual que la sociedad Atalaya y la formada por las cajas andaluzas (Carisa), tal y como muestra el cuadro n.º 2. Como puede observarse, por término general las cajas de ahorros han disminuido su participación en el capital de las sociedades españolas cotizadas, aunque no en todos los casos se observa esta tendencia. En los últimos años (2004-2007) las cajas más activas en lo que se refiere a número de empresas en las que mantienen alguna participación en su capital son Bilbao Bizkaia Kutxa (BBK) (7 empresas), Caixanova (6), La Caixa (6), Caja de Asturias (7), Caja de Galicia (6), Caja Madrid (6), Caja de Navarra (7) e Ibercaja (6).

Si excluimos el año 2007 (por la falta del informe de gobierno corporativo para

Cuadro n.º 1

Participaciones de las cajas de ahorros en 2007
(miles euros)

	Media	Mediana	Total
Acciones en sociedades cotizadas	1.116.933	171.476	22.338.658
Acciones en sociedades no cotizadas	124.094	79.413	2.605.973
Participaciones en empresas asociadas	298.566	26.079	7.464.151
Participaciones en empresas multigrupo	108.371	17.360	1.625.569
Participaciones en empresas del grupo	391.741	531	3.917.406

Fuente: Elaboración propia a partir del informe anual de las cajas que tenían disponible el informe de gobierno corporativo del año 2007 (25 cajas) en mayo de 2008.

Cuadro n.º 2

**Participaciones significativas de las cajas de ahorros españolas
en el periodo 2004-2007**
(en %)

Caja de ahorros/Corporación	Empresa participada	Año 2004	Año 2005	Año 2006	Año 2007
Atalaya	Enagas	5	5	5	n.d.
	Gpo. Empr. Ence	5,006	5,006	5,010	5,006
	Tavex Algodonera	5,567	(a)	-	-
	Uralita	5	5	6,600	n.d.
	Tubacex	3,068	3,069	5	5,003
Carisa	Papeles y Cartones	6	6	6,046	0,000
	Amper	-	5	6	(a)
	Campofrío	-	-	3	(a)
	Cie Automotive	-	-	5	n.d.
Bilbao Bizkaia Kutxa	Bodegas Bilbainas	5,920	5,920	5,920	n.d.
	CAF	24,818	16,626	10,817	10,817
	Cementos Lemona	6,490	6,490	n.d.	n.d.
	Iberdrola	7,502	7,502	9,966	n.d.
	Itinere	20,347	20,010	20,010	1,058
	Gral. de A. de Maquinaria	-	-	-	5,188
	Natraucetical	-	-	-	4,588
Caixanova	Adolfo Domínguez	5,557	5,050	5,050	n.d.
	Pescanova	5,020	5,020	5,020	n.d.
	Tavex Algodonera	5,024	5,024	0,024	3,208
	Unión Fenosa	4,004	4,004	5,022	n.d.
	Elecnor	-	-	6,630	6,33
	Gral. de A. de Maquinaria	-	-	-	5,006

.../...

Cuadro n.º 2 (continuación)

**Participaciones significativas de las cajas de ahorros españolas
en el periodo 2004-2007**
(en %)

Caja de ahorros/Corporación	Empresa participada	Año 2004	Año 2005	Año 2006	Año 2007
Caixa d'Estalvis i Pensions de Barcelona - La Caixa	Endesa	5,004	-	-	-
	Gas Natural	32,057	33,062	33,062	n.d.
	Repsol YPF	14,123	14,123	14,123	n.d.
	Telefónica	5,377	5,090	5,080	n.d.
	Abertis	-	23,276	24,397	n.d.
	La Seda de Barcelona	-	-	4,500	4,496
Caixa d'Estalvis de Catalunya	Gas Natural	3,026	3,026	3,026	n.d.
	Abertis	-	5,692	5,692	n.d.
	Riofisa	-	-	20,001	n.d.
Caixa d'Estalvis del Penedés	Miquel y Costas	13,950	13,950	13,950	13,950
Caja de Ahorros de Asturias	Aldeasa	6	n.d.	-	-
	Enagas	5	5	5	n.d.
	Gpo. Empr. Ence	5,772	5	5	5
	Obrascon	0,893	-	-	-
	Ebro Puleva	5	5	-	-
	Gral. de A. de Maquinaria	-	-	5	5
	Indra	-	-	5	5,004
Caja de Ahorros de Castilla La Mancha	Iberia	0,159	0,158	0,157	0
	Metrovacesa	1,16	0,848	0,627	n.d.
	Amper	-	-	-	3,458
	Parquesol	-	-	9,371	4,000
Caja de Ahorros de Galicia	Gpo. Empr. Ence	30,693	10,042	(a)	-
	Pescanova	10	16,060	16,910	n.d.
	Sacyr Vallehermoso	2,840	2,754	5	5
	Unión Fenosa	5,369	9,993	8,045	n.d.
	Ebro Puleva	3,635	3,440	-	-
	Tecnocom	-	-	14,375	14,734
Caja de Ahorros de Salamanca y Soria, Caja Duero	Iberdrola	0,59	1,001	-	-
	Uralita	5,243	5,243	5,243	n.d.
	Ebro Puleva	5,001	5,010	6,010	6,01
Caja de Ahorros de Sevilla y Jerez	Unipapel	-	5,065	5,065	5,065
Caja de Ahorros de Valencia, Castellón y Alicante - Bancaja	Enagas	5	5	5	n.d.
	Metrovacesa	6,07	6,013	(a)	-
	NH hoteles	6,124	6,124	5,562	5,659
Caja de Ahorros de Vitoria y Álava	CAF	5,017	3,010	3,010	3,021
	Itiniere	-	1,385	1,385	-
Caja de Ahorros del Mediterráneo	Enagas	5,027	5,027	5,027	n.d.
	Sol Meliá	5,060	5,060	5,006	6,007
	Unión Fenosa	4,04	4,040	5,15	n.d.
	Metrovacesa	6,013	6,013	2,439	n.d.

.../...

Cuadro n.º 2 (continuación)

**Participaciones significativas de las cajas de ahorros españolas
en el periodo 2004-2007**
(en %)

Caja de ahorros/Corporación	Empresa participada	Año 2004	Año 2005	Año 2006	Año 2007
Caja de Ahorros Municipal de Burgos	Campoñío	2,893	2,932	7,528	7,842
	Iberdrola	0,362	0,362	-	-
	Tavex Algodonera	5,649	5,649	(a)	-
	Parquesol	-	-	4,685	5,035
Caja de Ahorros y Monte Piedad de Ávila	Iberdrola	0,119	0,119	-	-
Caja de Ahorros y Monte Piedad de Córdoba - CajaSur	Sos Cuétara	5,799	5,764	5,764	5,774
Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Gipúzkoa y San Sebastián	CAF	20,710	10,990	10,990	0,002
	Intiniere	10,992	10,992	10,992	1,058
	Zeltia	3,014	2,861	2,861	2,777
	NH hoteles	-	-	5,021	5,094
	Natra	-	-	5,100	5,100
Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Huelva y Sevilla	Iberia	0,106	0,105	0,115	-
	Sos Cuétara	5,206	5,031	5,031	5,031
Caja de Ahorros y Monte de Piedad de las Baleares	Fersa	12,167	11,020	11,020	9,784
	Ayco	-	41,704	41,700	n.d.
Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Madrid	Endesa	5,01	9	9,936	(a)
	Iberia	9,738	9,679	9,629	22,993
	Indra	10,026	14,978	14,982	14,830
	NH hoteles	5	5	10,037	10,037
	Sogecable	5,025	2,192	-	-
	Sotogrande	17,267	17,267	17,267	n.d.
Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Navarra	Azkoyen	11,176	(a)	-	-
	Gral. de A. de Maquinaria	-	-	-	5
	Baron de Ley	7,973	7,973	8,393	8,620
	Elecnor	-	5,289	-	-
	Mecalux	-	-	5,004	n.d.
	Tubacex	-	-	5	5
	Uralita	-	-	5	n.d.
Caja de Ahorros y Monte Piedad de Segovia	Iberdrola	0,134	0,173	-	-
Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Zaragoza, Aragón y Rioja - IberCaja	Iberia	0,347	0,343	0,341	0,342
	Inbesos	19,975	15,656	-	-
	Prosegur	0,106	-	-	-
	Logista	-	5,010	5,052	5,103
	NH hoteles	-	5	4,543	5,041
	Parquesol	-	-	7,370	n.d.
Cajas de Ahorros y Monte de Piedad de Ronda, Cádiz, Almería, Málaga y Antequera - Unicaja	Iberia	0,108	0,106	0,107	0,104
	Sos Cuétara	10	10	10	10

.../...

Cuadro n.º 2 (continuación)

**Participaciones significativas de las cajas de ahorros españolas
en el periodo 2004-2007**
(en %)

Caja de ahorros/Corporación	Empresa participada	Año 2004	Año 2005	Año 2006	Año 2007
Caja de Ahorros y Monte de Piedad del Círculo Católico y Obrero de Burgos	Itinere	0,849	-	-	-
	Iberdrola	0,130	0,152	-	-
Caja España	Iberdrola	0,665	0,665	-	-
	Lingotes Especiales	10,047	10,255	10,452	10,458
	Ebro Puleva	5,527	5,037	5,037	5,037
Caja General de Ahorros de Granada	Sos Cuétara	5,950	6,502	5,915	5,915
	Lab. Farmacéuticos	-	-	-	3,75

n.d.: Información no disponible por falta del informe de gobierno corporativo en la CNMV.

(a) Se ha descendido el 5 por ciento del capital social.

Fuente: Informes anuales de las cajas de ahorros e informes de gobierno corporativo de empresas cotizadas (2004-2007). Para datos del 2007 se han tenido en cuenta sólo aquellas entidades que a mayo de 2008 habían publicado su informe de gobierno corporativo.

algunas de las empresas) del 2004 al 2006 Bilbao Bizkaia Kutxa (BBK) disminuye su participación en CAF e Itinere, mantiene su posición en Bodegas Bilbaínas y aumenta su participación en Iberdrola. La Caixa disminuye su participación en Endesa y Telefónica, mantiene su posición en Repsol, pero, por el contrario, aumenta su participación en Gas Natural, Abertis y La Seda de Barcelona. Por su parte, Caixanova disminuye su participación en Adolfo Domínguez y Tavex Algodonera, mantiene su posición en Pescanova, y en los últimos años aumenta su participación en empresas como Unión Fenosa o Elecnor. La otra caja gallega, Caja Galicia, disminuye su participación en el Grupo Empresarial Ence, Sacyr Vallehermoso y Ebro Puleva, pero aumenta su participación en Pescanova, Unión Fenosa y Tecnocom. La Caja de Ahorros de Asturias a lo largo

de los años 2004 a 2006 ha disminuido su participación en varias empresas (Grupo Empresarial Ence, Ebro Puleva etc.), mantiene su posición en Enagas, aumentando sólo en el año 2006 su participación en la sociedad General A. de Maquinaria. Por el contrario, Caja Madrid mantiene su posición en Sotogrande, desinvierte en Sogecable, pero aumenta su participación en Endesa, Iberia, Indra y NH hoteles. En este mismo sentido, Caja Navarra disminuye su participación en Elecnor o Azkoymen, pero aumenta su participación en Barón de Ley y a partir del año 2006 participa en Mecalux, Tubacex o Uralita. Finalmente, Ibercaja desinvierte en Inbesos y Prosegur, pero por el contrario aumenta su participación en Logista, NH hoteles o Parquesol.

Si en vez de fijarnos en el número de empresas participadas nos centramos en

el porcentaje de participación, en el periodo analizado (2004-2006), las mayores participaciones en el capital tienen lugar en el caso de Bilbao Bizkaia Kutxa en Itinere (20%), de La Caixa en Gas Natural (33%) y Abertis (24%), de la Caixa de Cataluña en Rofisa (20%), de la Caja de Galicia en el Grupo Empresarial Ence (30%)¹, Pescanova (16%) y TecnoCom (15%), de la Caja de Ahorros y Monte de Piedad de las Baleares en Ayco (42%), o de Caja Madrid en Indra (15%).

En general, se observa que las cajas de ahorros son accionistas relativamente estables que poseen participaciones de carácter minoritario en la mayoría de los casos. Los niveles más altos de participación en empresas oscilan entre un 20-42%.

Respecto del análisis de las participaciones de la banca, vamos a describir las participaciones industriales de los bancos cotizados, analizando las sociedades participadas declaradas a la CNMV, dentro del capítulo sociedades participadas, así como las sociedades cotizadas en las que los bancos son los mayores accionistas y/o accionistas significativos. El análisis de todo ello nos permitirá tener una visión actual de las relaciones banca-industria.

Así, el análisis de las sociedades participadas declaradas a la CNMV por los bancos cotizados (cuadro n.º 3) pone de manifiesto que de las 13 entidades bancarias cotizadas (de las cuáles 5 pertenecen al Grupo Banco Popular), tan sólo cuatro entidades bancarias tienen participaciones declaradas en empresas, en concreto, BBVA, Banco de Sabadell, Banco Guipuzcoano y Banco de Santander. De ellos, el banco

que posee mayor número de empresas participadas en la actualidad es el BBVA (posee participaciones en 6 empresas —ACS, Bolsas y Mercados, Gamesa, Sol Meliá, Telefónica y Tubos Reunidos), seguido del Banco de Sabadell (en Compañía de Aguas de Sabadell, Fersa Energías Renovables y Fluidra), el Banco de Santander (con participaciones además de en Banesto, en Bolsas y Mercados y la Compañía Española de Petróleos) y el Banco Guipuzcoano (en Iberpapel). Si bien es cierto que esta información no pone de manifiesto el importe participado sino el porcentaje de votos controlado en cada empresa, el accionista más diversificado es el BBVA, atendiendo al número de empresas participadas, aunque la mayor participación en una empresa no financiera, la ostenta el Banco de Santander, con un 30,67% de la Compañía Española de Petróleos.

Para tener una idea más precisa de la importancia de la banca como accionista hemos revisado también qué bancos son los mayores accionistas de las empresas no financieras cotizadas (cuadro n.º 4). Así, se observa que la presencia de la banca como gran accionista controlador de empresas no financieras no es muy elevada, habiendo descendido significativamente del año 2005 al 2006. Tan sólo seis grandes bancos son los mayores accionistas de empresas cotizadas. En concreto, la Banca March (de la Corporación Financiera Alba), Banco Guipuzcoano, BBVA, Santander, Pastor y Banesto. De estas seis entidades, exceptuando la participación de la Banca March en su corporación, tres de ellas (Banco de Santander, Banco Pastor y Banesto) han efectuado desinversiones importantes en el año 2006, manteniéndose sólo dos bancos como grandes accionistas de empresas no financieras cotizadas

¹ No obstante, la participación de Caja Galicia en el Grupo Empresarial Ence ha disminuido de modo paulatino a lo largo del tiempo.

Cuadro n.º 3

Sociedades participadas por los bancos cotizados

Banco	Sociedad participada	% de derechos de voto totales
BBVA	ACS, Activ. de constr. y serv.	4,088
	Bolsas y Mercados Españoles,	6,619
	Sdad. Holding de Mdos y Stmas	4,75
	Gamesa Corporación Tecnológica S.A	0
	Técnicas Reunidas	9,735
	Sol Meliá	6,961
	Telefónica	23,403
	Tubos Reunidos	
Banco de Andalucía	No tiene participaciones en otras sociedades	-
Banco de Castilla	No tiene participaciones en otras sociedades	-
Banco de Crédito Balear	No tiene participaciones en otras sociedades	-
Banco de Galicia	No tiene participaciones en otras sociedades	-
Banco de Sabadell	Compañía de aguas de Sabadell	5,671
	Fersa Energías Renovables	3,797
	Fluidra	9,67
Banco de Valencia	No tiene participaciones en otras sociedades	-
Banco de Vasconia	No tiene participaciones en otras sociedades	-
Banco Español de Crédito	No tiene participaciones en otras sociedades	-
Banco Guipuzcoano	Iberpapel Gestión	5,09
Banco Pastor	No tiene participaciones en otras sociedades	-
Banco Popular	Banco de Andalucía	80,071
	Banco de Castilla	95,156
	Banco de Crédito Balear	64,471
	Banco de Galicia	93,54
	Banco de Vasconia	96,817
Banco de Santander	Banesto	88,447
	Bolsas y Mercados Españoles,	
	Sdad. Holding de Mdos. y Stmas	8,42
	Compañía Española de Petróleos	30,678

Fuente: CNMV, en entidades registradas, dentro del capítulo de sociedades participadas a mayo 2008.

Cuadro n.º 4

Participaciones de bancos y cajas como mayores accionistas de sociedades cotizadas
(en %)

	Empresa participada	2005	2006
Bancos			
Banca March	Corp. Financ. Alba	62,183	61,35
Banco Guipuzcoano	Iberpapel Gestión	5,09	5,23
BBVA	Telefónica	5,09	6,437
	Tubos Reunidos	24,256	24,256
Banco Santander	Unión Fenosa	22,022	–
Banco Pastor	Hullas del Coto Cortés	57,89	–
Banesto	Urbis	50	–
Cajas de Ahorros			
Sa Nostra de Baleares	Ayco Gpo. Inmb.	42	42
Caixa	Gas Natural	33	33
	Repsol YPF	14,12	–
Caja Madrid	Indra Sistemas	14,985	14,985
	Endesa	9	–
Caja Navarra (Grupo empresarial)	Tubacex	5	5
Caja Galicia	Tecnocom	–	14,375
	Gpo. Empr. Ence	10,04	–
Caja de Ahorros Municipal de Burgos	Tavex Algodonera	5,649	5,649
BBK	Iberdrola	7,5	9,96

Fuente: Informe de gobierno corporativo empresas cotizadas (2006-2007). Sólo destacadas las participaciones de bancos y cajas nacionales.

(Banco Guipuzcoano y BBVA), destacando en número de participadas el BBVA, que ha aumentado en 2006 ligeramente su participación en Telefónica, y mantenido su participación en Tubos Reunidos. El Banco Guipuzcoano también ha aumentado ligeramente su participación en Iberpapel.

Por su parte, sólo siete cajas de ahorros son las mayores accionistas de empresas no financieras cotizadas, siendo la participación relativamente reducida, tal y como ya habíamos comentado, a excepción de la participación de Sa Nostra en Ayco (42%) o de La Caixa en Sociedad General

de Aguas o en Gas Natural. En tres ocasiones ha habido desinversiones del año 2005 al 2006 (Caja Madrid en Endesa, Caja Galicia en Ence y La Caixa en Repsol). En otras ocasiones se mantiene la participación como primer accionista (Sa Nostra en Ayco, La Caixa en Gas Natural, Caja Madrid en Indra Sistemas, Caja Galicia en Tubacex y Caja de Ahorros de Burgos en Tavex Algodonera). Por el contrario, reafirman su posición de gran accionista, Caja Galicia en Tecnocom y BBK en Iberdrola (cuadro n.º 4).

Destacar además, el papel inversor que poseen las corporaciones de los bancos y de las cajas de ahorros. Dentro de las corporaciones de los bancos (cuadro n.º 5) destacan la Corporación Financiera Alba (perteneciente a la Banca March, que a su vez son los mayores accionistas de Acerinox y ACS) y la Corporación IBV participada por el BBVA. Las cajas de ahorros también poseen sus corporaciones o grupos empresariales, como el Grupo Corporativo Empresarial de la Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Navarra, La Corporación Financiera de la Caja Galicia, Atalaya (sociedad formada por Caja Badajoz, Caja de Castilla La

Mancha, la Caja General de Granada, Cajasol y Caja Murcia), Carisa (holding formado por las cajas andaluzas), la constitución de Almenara Capital (Unicaja, Caja de Canarias, CAI, Caja de Ávila y Caixa Sabadell), la Corporación de La Caixa, la sociedad Madrugal formada por las cajas castellano-leonesas o la Corporación Financiera de Caja Madrid. Las cajas de ahorros poseen en la actualidad más corporaciones que los bancos para gestionar sus inversiones.

Sin embargo, si tan sólo analizásemos la presencia de la banca como accionista de referencia en las empresas no financieras, quizás no estaríamos teniendo en cuenta toda la dimensión que nos permita analizar la presencia actual de los bancos en las empresas españolas. Por ello, al igual que antes se hizo para el caso de las cajas de ahorro, hemos revisado la presencia de los bancos españoles en el capital de las sociedades no financieras cotizadas, desde 2003 hasta el 2006 (cuadro n.º 6). En este caso son ocho los bancos que participan en el capital de empresas no financieras como accionistas significativos. De nuevo, desde esta óptica es el BBVA el más activo. Ha poseído participaciones en su carte-

Cuadro n.º 5

Corporaciones propiedad de bancos que son mayores accionistas de empresas cotizadas

Corporación	Propiedad de	Empresa participada	2005 (%)	2006 (%)
Corporación Financiera Alba	Banca March	Acerinox	11,11	20,8
		ACS	15,55	21,14
Corporación IBV	BBVA	Gamesa	25,78	–

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

ra histórica en Repsol YPF, Telefónica, Tubos Reunidos, Vidrala, Cementos Lemona, Iberdrola e Iberia. La evolución de la cartera del BBVA indica que la entidad ha pasado de tener seis participadas en 2003, 2004 y 2005 a tener 4 en 2006, efectuando desinversiones en Repsol YPF y Vidrala. El porcentaje participado se ha reducido ligeramente en Iberia, se ha mantenido en Tubos Reunidos y se ha aumentado en Iberdrola y

Telefónica. El Banco Pastor mantiene su participación en Unión Fenosa si bien se ha reducido desde un 3,81% en 2003 hasta un 3,76% en 2006. El Banco de Santander ha desinvertido su participación en Unión Fenosa y Antena 3, manteniendo tan sólo la participación en Cepsa que ha disminuido desde un 32,27% en 2003 hasta un 31,65% en 2006. Banesto se ha desprendido en 2006 de su participación en Urbis.

Cuadro n.º 6

Participaciones significativas de bancos en el periodo 2003-2007

(en %)

Banco	Empresa participada	2003	2004	2005	2006	2007
BBVA	Repsol YPF	8,17	5,17	5,380	-	-
	Telefónica	6,09	5,731	6,632	6,437	n.d.
	Tubos Reunidos	24,256	24,256	24,256	24,256	24,256
	Vidrala	17,474	-	-	-	-
	Cementos Lemona	n.d.	7	6,54	-	-
	Iberdrola	5,31	8,62	5,42	7,49	n.d.
	Iberia	7,502	7,38	7,34	7,33	(a)
Banco Pastor	Unión Eléctrica FENOSA	3,81	3,817	3,784	3,763	n.d.
	Hullas del Coto Cortés	63,05	63,05	57,87	-	-
Banco de Santander	Unión Eléctrica FENOSA	23,37	22,02	-	-	-
	Cepsa	32,27	32,27	32,27	31,65	31,648
	Antena 3	10	10	10,01	-	-
Banco de Santander (a través de Banesto)	Inmobiliaria Urbis	n.d.	50,58	50,996	-	-
	Banesto	n.d.	5,31	-	-	-
Banca March (A través de la Corp. Financiera Alba)	Prosegur	5,23	5,23	5,233	5,007	10,006
Deutsche Bank SA	Rusticas	19,725	19,725	19,725	-	-
Bankinter	Ence	6,5	6,5	5,02	-	-
Banco Guipuzcoano	Iberpapel	5,086	5,09	5,09	5,23	n.d.
	Obrascón	n.d.	1,15	-	-	-
Banco de Valencia	Aguas de Valencia	19,11	-	19,11	19,11	n.d.

n.d. Información no disponible por falta del informe de gobierno corporativo en la CNMV.

(a) Se ha descendido el 3 por ciento del capital social.

Fuente: Informe de gobierno corporativo empresas cotizadas (2004-2007). Sólo destacadas las participaciones de bancos y cajas nacionales.

La Banca March, a través de su corporación, mantiene su participación en Prosegur, si bien desinverció ligeramente desde un 5,23 en 2003 hasta un 5,00 en 2006, volviendo a invertir en 2007. Otros bancos, como Deutsche Bank o Bankinter se han desprendido de sus participaciones. Banco Guipuzcoano ha aumentado ligeramente su participación en Iberpapel (hasta situarse en 2006 en 5,23%) mientras que el Banco de Valencia mantiene su participación en Aguas de Valencia. Estos resultados indican la tendencia desinversora de los bancos como accionistas significativos durante el año 2006.

5. CONCLUSIONES

Este trabajo, tras justificar el contexto en el que opera la banca española y analizar los principales beneficios y costes de la misma como accionista, describe brevemente la evolución de las participaciones industriales de la banca española.

Respecto del análisis de la situación actual, los datos han puesto de manifiesto que bancos y cajas de ahorros siguen teniendo una presencia activa en el mercado de capitales, que les convierte en accionistas significativos de las empresas no financieras de nuestro país y les confiere un papel activo en la supervisión de la actuación directiva y como accionistas de referencia de cara a facilitar/impedir que prosperen operaciones a través del mercado corporativo. Salvo algunas desinversiones recientes, las cajas de ahorros poseen actualmente una cartera de inversiones más diversificada que la de los bancos, estando presentes en mayor número de empresas industriales, como accionistas significativos y relativamente estables de sus empresas

participadas. Ahora bien, también efectúan pequeñas ventas y compras para ir ajustando su inversión según sus necesidades.

En relación a las cajas de ahorros, es necesario señalar también una doble tendencia en los últimos tiempos. Por un lado, la venta de participaciones industriales, la emisión de cuotas participativas o la salida a bolsa de sus holdings industriales son algunas de las opciones estratégicas que las cajas de ahorros han estado barajando para obtener liquidez y poder seguir manteniendo sus tasas de crecimiento. Así, el holding Critería de La Caixa salió a bolsa en octubre de 2007 y varias cajas han anunciado sus intenciones de secundar esta opción (Bancaja, Caja Navarra o Caja Madrid). Sacar a bolsa las empresas participadas es una vía de capitalización de las cajas que, además, cumplen de este modo los parámetros de Basilea II, la norma europea que pretende ajustar los requisitos mínimos de recursos propios de las entidades de crédito y de las empresas de servicios de inversión a sus verdaderas necesidades y riesgos. Por su parte, el interés por la opción de la emisión de cuotas participativas fue manifestado en algún momento por Caja de Ahorros del Mediterráneo —CAM—, Caja Madrid, Caixa Galicia, Caja Murcia o Caixanova, pero ha sido la CAM la que en mayo de 2008 aprobó su emisión por un 7,5% del excedente de libre disposición. Estos activos, títulos de renta variable carecen de derechos políticos y cotizarán en bolsa.

Una segunda tendencia ha sido el hecho de que las cajas de menor tamaño se hayan unido para ganar peso industrial creando un vehículo de inversión común que gestionará la compra de participaciones industriales en empresas españolas y extranjeras. Este es el caso de Almenara Capital, de la sociedad Atalaya, de las cajas caste-

llano-leonesas que han dado lugar a la sociedad Madrigal o de las cajas andaluzas que han formado el holding Carisa.

Por tanto, las cajas son hoy en día accionistas de referencia relativamente estables de todo tipo de empresas, no sólo las vinculadas a su comunidad local sino también de sociedades cotizadas.

En lo que se refiere al comportamiento de los bancos, éste parece ser menos diversificado que el de las cajas de ahorros, poseyendo un menor número de empresas en su cartera de participaciones, a excepción del BBVA que sí posee una cartera más diversificada. El análisis realizado muestra el papel que poseen en la economía como accionis-

tas significativos y estables de las empresas españolas, lo que les proporciona tanto incentivos para ejercer correctamente su labor supervisora como ventajas de información para realizar su actividad principal. No obstante, en los últimos años los bancos han efectuado importantes desinversiones en su cartera industrial que pueden estar justificadas por la necesidad de obtener mejores resultados y compensar así la caída de los márgenes bancarios.

Por otra parte, en tiempos de «crisis» económica, los bancos como accionistas estarán en mejores condiciones para evaluar las perspectivas de recuperación de las empresas así como para evitar invertir en proyectos de alto riesgo.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ADMATI, A.; PFLEIDERER, P. Y ZECHNER, J. (1994): «Large shareholder activism, risk sharing, and financial market equilibrium». *Journal of Political Economy*, 102: 1097-1130.
- ALCALDE, N. Y ESPITIA, M. (2001): «El mercado para el control de sociedades en España. Características y evolución durante el período 1990-1998». *Boletín Económico del ICE*, 2682: 9-22.
- ALLEN, F. (1993): «Strategic management and financial markets». *Strategic Management Journal*, 14: 11-22.
- (1994): «Mercado de Valores y asignación de recursos» en MAYER, C. Y VIVES, X. (eds.): *La intermediación financiera en la construcción de Europa*, Fundación BBV y CEPR.
- ALLEN, F. Y GALE, D. (1999): «Diversity of opinion and the financing of new technologies». *Journal of Financial Intermediation*, 8: 68-89.
- (2000): «Corporate governance and product market competition» en VIVES, X. (ed.): *Corporate governance: theoretical and empirical perspectives*. Cambridge University Press, Cambridge.
- ARRONDO, R. Y GÓMEZ-ANSÓN, S. (2003): «A study of Spanish firms' security issue decision under asymmetric information and agency costs». *Applied Financial Economics*, 13 (10): 771-782.
- AZOFRA, V.; CASTRILLO, L. Y DELGADO, M. (2003): «Ownership concentration, debt financing and the investment opportunity set as determinants of accounting discretion: empirical evidence from Spain». *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 115: 215-255.
- BECK, T. Y LEVINE, R. (2002): «Industry Growth and Capital Allocation: Does Having a Market- or Bank-Based System Matter?» *Journal of Financial Economics*, 64: 147-180.
- BERGÉS, A. Y SÁNCHEZ DEL VILLAR, E. (1991): «Las participaciones bursátiles de la banca en España». *Papeles de Economía Española*, 34: 72-86.
- BLANCH, J.; GARRIDO, A. Y SANROMÁ, E. (1990): «Las relaciones banca-industria y su incidencia sobre la eficiencia bancaria». *Economía Industrial*, marzo-abril: 85-94.
- BOLTON, P. Y VON THADDEN, E. (1998): «Blocks, liquidity and corporate control». *The Journal of Finance*, 53 (1): 1-25.
- CABLE, J.R. (1985): «Capital market information and industrial performance. The role of West German banks». *Economic Journal*, 95: 118-132.
- CALS, J. (1998): «Las participaciones empresariales de las cajas de ahorro españolas». *Papeles de Economía Española*, n.º 74-75: 89-108.
- CARLIN, W. Y MAYER, C. (2003): «Finance, investment, and growth». *Journal of Financial Economics*, 69: 191-226.
- CASASOLA, M.J.; SAMARTIN, M. Y TRIBÓ, J. (2001): «La participación bancaria en estructuras con varios grandes accionistas». *Economía Industrial*, 341: 43-53.
- CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; FAN, J. Y LANG, L. (2002): «Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings». *Journal of Finance*, 57: 2741-2771.
- CORBETT, J. (1987): «International perspectives on financing: evidence from Japan». *Oxford Review of Economics Policy*, 3 (4): 30-55.
- CRESPI, R. Y GARCÍA-CESTONA, M.A. (1998): «Ownership and control: A Spanish survey», EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE NETWORK REPORT (eds.): *The Separation of ownership and control: A Survey of seven European countries*.
- CUERVO, A. (1991): «Las corporaciones industriales y financieras». *Revista de Economía*, 9: 24-32.
- 1993: «Participación industrial en la Banca», en Universidad de Deusto, *Nuevos Enfoques de Gestión Bancaria CAP: V*
- 1999: «El Mercado de control de empresas. El blindaje de los directivos y del núcleo duro» en *Una década de transformaciones en los mercados de valores españoles*, Comisión Nacional del Mercado de Valores.
- 2002: «Corporate governance mechanisms: a plea for less code of good governance and more market control». *Corporate Governance*, 10 (2): 84-93.
- CUERVO-CARRUZA, A. (1999): «Grandes accionistas y beneficios privados: el caso de los bancos como accionistas de empresas no financieras». *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, 5 (1): 21-44.
- DE ANDRÉS, P.; AZOFRA, V. Y RODRÍGUEZ, J.A. (2000): «Endeudamiento, oportunidades de crecimiento y estructura contractual: un contraste empírico para el caso español». *Investigaciones Económicas*, 24 (3): 641-679.
- DE MIGUEL, A.; PINDADO, J. Y TORRE, C. (2004): «Ownership structure and firm value: new evidence

- from Spain». *Strategic Management Journal*, 25 (12): 1199-1207.
- DIAMOND, D. (1984): «Financial intermediation and delegated monitoring». *Review of Economic Studies*, 51: 393-414.
- DÍAZ, B. Y GARCÍA, M. (2001): «Análisis de la estructura accionarial en España a través de la utilización de diferentes medidas de performance». *Actualidad Financiera*, abril: 15-34.
- DEMIRGÜÇ-KUNT, S. Y LEVINE, R. (2001): «Financial structures across countries: stylized facts». World Bank policy research working paper 2146.
- EGUIDAZU, S. (1996): «El conflicto entre Propiedad y Gestión en la Gran Empresa Española», en *Gobierno de la Empresa*, AB Asesores, 11-33
- FACCIO, M. Y LANG, L.H. (2002): «The ultimate ownership of Western European corporations». *Journal of Financial Economics*, 65: 365-395.
- FANJUL, O. (1998): «Mercado de capitales y gobierno de las empresas». *Moneda y Crédito*, 206: 193-210.
- FERNÁNDEZ, C. (2000): *El control de las actuaciones gerenciales por el consejo de administración*. Tesis Doctoral. Universidad de Oviedo.
- FERNÁNDEZ, Z. (2003): «Banca y empresa industrial en España. 1978-2003. Historia de una larga relación». *Economía Industrial*, 349-350: 193-202.
- FERNÁNDEZ ARMESTO, J. (1997): «Las OPAs y el mercado de control empresarial: Un balance de diez años de experiencia». *Revista de Derecho Mercantil*, 227: 37-50.
- FERNÁNDEZ, A. I. Y GÓMEZ-ANSÓN, S. (1997): «La adopción de acuerdos estatutarios antiadquisición. Evidencia en el mercado de capitales español». *Investigaciones Económicas*, 21 (1): 129-138.
- FORTUNA, J.M. Y TEJERINA, F. (2002): «La participación de entidades de crédito en el gobierno de las empresas no financieras». *Análisis Financiero*, 88: 38-48.
- GALVE, C. Y SALAS, V. (1993): «Estructura de la propiedad de la empresa española». *Información Comercial Española*, 701: 79-90.
- 1995: «Propiedad y eficiencia de las empresas: teoría y evidencias empíricas». *Información Comercial Española*, 770: 119-129.
- GARCÍA-MARCO, T. Y OCAÑA, C. (1999): «The effect of bank monitoring on the investment behaviour of Spanish firms». *Journal of Banking and Finance*, 23: 1579-1603.
- GERCHENKRON, A. (1962): «Economic backwardness in historical perspectives». *Harvard University Press*. Cambridge.
- GISPERT, C. (1998): «Board turnover and firm performance in Spanish companies». *Investigaciones Económicas*, 22 (3): 517-536.
- GONZALEZ, V.M. (1997): «La valoración por el Mercado de capitales español de la financiación bancaria y de las emisiones de obligaciones». *Investigaciones Económicas*, 21 (1): 11-128.
- GONZALEZ, F. (2001): «El contenido informativo de las participaciones de la banca». *Economía Industrial*, 341: 25-33.
- GORTON, G. Y SCHMID, F. (2000): «Universal banking and performance of German firms». *Journal of Financial Economics*, 58: 29-80.
- GROSSMAN, S. Y HART, O. (1980): «Takeover bids, the free-rider problem and the theory of the corporation». *Bell Journal of Economics*, 11: 42-64.
- GUTIÉRREZ, M. (2000): «Efectos del endeudamiento sobre los resultados de las empresas en sectores en crisis». *Investigaciones Económicas*, 24: 75-116.
- GUTIERREZ, I.; LLORENS, F.J. Y ARAGÓN, A. (2000): «Composición del consejo de administración, propiedad y endeudamiento. Relaciones de agencia entre banca e industria en España». *Revista Española de financiación y Contabilidad*, 104, 415-441.
- HELLWIG, M. (1991): «Banking, financial intermediation and corporate finance» en GIOVANNINI, A. Y MAYER C. (eds.): *European Financial Integration*. Cambridge Univ. Press, Cambridge, 35-63.
- 1998: «Creating value». *International Review of Economics and Finance*, 7: 141-147.
- HOSHI, T.; KASHYAP, A. Y SCHARFSTEIN, D. (1990): «The role of banks in reducing the cost of financial distress in Japan and US». *Journal of Financial Economics*, 27: 67-88.
- 1991: «Corporate structure, liquidity and investment: evidence from Japanese industrial groups». *Quarterly Journal of Economics*, 106 (1), 33-60.
- HUANG, H. Y XU, C. (1999): «Institutions, innovations, and growth». *American Economic Review*, 89: 438-443.
- JENSEN, M. Y MECKLING, W. (1976): «Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure». *Journal of Financial Economics*, 3: 305-360.
- JOHNSON, S.; LA PORTA, R.; LOPEZ DE SILANES, F. Y SHEILFER, A. (2000): «Tunneling». *American Economic Review*, 90: 22-27.

- LA PORTA, R.; LOPEZ DE SILANES, F. Y SHLEIFER, A. (1997): «Legal determinants of external finance». *The Journal of Finance*, 52 (3): 1131-1150.
- 1999: «Corporate ownership around the World». *The Journal of Finance*, LIV (2): 471-517.
- LA PORTA, R.; LOPEZ DE SILANES, F. SHLEIFER, A Y VINSKY, R. (1998): «Law and Finance». *Journal of Political Economics*, 106: 1113-1150.
- LEECH, D. Y MANJÓN, M. (2003): «Corporate Governance and Game Theoretic Analyses of Shareholder Power: the Case of Spain». *Applied Economics*, 35 (7): 847-858.
- LEVINE, R. (2000): «Bank based or market based financial systems: Which is better?». Carlson School of Management, mimeo.
- MARTIN, M.; CARBÓ, S. Y SAEZ, F.J. (1995): «Las participaciones accionariales de las entidades de depósito españolas, 1962-1992». Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social, Obra Social de la Confederación Española de Cajas de Ahorros.
- MCCONNELL, J. Y SERVAES, H. (1990): «Additional evidence on equity ownership and corporate value». *Journal of Financial Economics*, 27: 595-612.
- MENÉNDEZ, E. Y GÓMEZ-ANSÓN, S. (2002): «Corporate Control and Capital Structure Choice in a French-Civil Law Country». *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 115: 256-289.
- MÍNGUEZ, A. Y MARTÍN, J.F. (2003): «Does Ownership Structure Affect Value? New Evidence From The Spanish Capital Market». Documentos de Trabajo en Análisis Económico, vol. 2, 6.
- MORCK, R; NAKAMURA, M. Y SHIVDASANI, A. (1999): «Bank equity ownership and firm valuation in Japan». Working paper, Universidad de Carolina del Norte.
- MUÑOZ, J. (1969): *El poder de la banca en España*. Zero, Algorta.
- NESTOR, S. Y THOMPSON, J.K. (2000): «Corporate Governance Patterns in OECD Economies: In Convergence Under Way?». Directorate for Financial, Fiscal and Enterprise Affairs, OECD.
- OCHOA, J.L. (1993): «Una revisión de la relación entre la banca y la industria en España». *Economía Industrial*, septiembre-octubre, 89-102.
- PES, A. (1990): «Banca privada y empresa no financieras durante los años 80». *Economía Industrial*, 172: 75-84.
- RAJAN, R. (1992): «Insiders and outsiders: the choice between informed and arm's length debt». *The Journal of Finance*, 47: 1367-1400.
- RAJAN, R. Y ZINGALES, L. (1999): «The politics of financial development». Unpublished working paper. University of Chicago, Chicago.
- RODRÍGUEZ, J. A. (1997): «Capital, control y resultados en la gran empresa». Secretariado de Publicaciones e Intercambio Científico, Universidad de Valladolid.
- SAA-REQUEJO, J. (1996): «Financing decisions: lessons from the Spanish experience». *Financial Management*, 25: 44-56.
- SACRISTÁN, M. Y GÓMEZ-ANSÓN, S. (2007): «Family ownership and pyramids in the Spanish market». *Family Business Review*, 20(3): 247-265.
- SAEZ, F.; MARTIN, M. Y CARBÓ, S. (1994): «Ciclo económico, dimensión y cartera de renta variable de las entidades de depósito en España: algunas consideraciones». *Perspectivas del sistema financiero*, 48: 228-235.
- SAEZ, F.J. Y MARTIN, M. (2000): «Las participaciones empresariales de la banca y las cajas de ahorros españolas, 1992-1998». *Papeles de Economía Española*, 84-85: 223-236.
- SALAS, V. (1998): «Mercado de capitales y gobierno de las empresas». *Moneda y Crédito*, 206: 210-224.
- SANTANA, D.J Y AGUIAR, I. (2004): «Propiedad y blindaje de las empresas cotizadas españolas». Dirección de Estudios y Estadísticas de la CNMV. Monografías 5; Marzo.
- SHLEIFER, A. Y VINSKY, R. (1986): «Large shareholders and corporate control». *Journal of Political Economy*, 94: 461-488.
- 1997: «A survey of corporate governance». *The Journal of Finance*, 52: 737-783.
- SHLEIFER, A. Y WOLFENZON, D. (2002): «Investor protection and equity markets». *Journal of Financial Economics*, 66 (1): 3-28.
- STULZ, R. (2001): «Does financial structure matter for economic growth? en DEMIRGÜC-KUNT, ASLI Y ROSS LEVINE (eds.): *Financial structure and economic growth*. Massachusetts Institute of Technology, 189-242.
- TORRERO, A. (1989): *Estudios sobre el sistema financiero*. Espasa Calpe. Madrid.
- 1990: «Relaciones banca-industria: planteamiento general y situación comparada» en VELARDE, J. (eds.): *La industria española. Recuperación, estructura y mercado de trabajo*. Colección Economistas Libros.
- 1991: «El sistema bancario español en el contexto internacional». *Economistas*, 9 (51): 88-90.

- TORTELLA, G. (1972): «Spain 1829-1874» en CAMERON, R. (eds.): *Banking and economic development: some lessons from history*. Oxford University Press, Londres, 91-121.
- (1974): *La banca española en la restauración*. Volumen 2, Banco de España, Madrid.
- TRANSPARENCY INTERNATIONAL (2004): *Global corruption report*. The University of Michigan report.
- VALDALISO, J.M. (2004): «Grupos empresariales y relaciones banca-industria en España durante el franquismo: una aproximación microeconómica». *Información Comercial Española*, 812: 163-178.
- WESTNEY, D. Y YAFEH, Y. (1998): «On the cost of a bank-system: evidence from the changing main bank relations in Japan». *The Journal of Finance*, 52 (2): 635-672.
- ZOIDO, E. (1998): «Un estudio de las participaciones de los bancos en las empresas españolas». *Investigaciones Económicas*, XXII (3): 427-467.