
«Sistemas financieros y economía real: modelos de relación y gobierno de las empresas»

262

En este trabajo se realiza una sucinta caracterización de los sistemas de relaciones existentes entre los sistemas financieros y la economía real, tradicionalmente denominados “banca-industria”, para destacar que no existen razones concluyentes a favor de ninguna de sus modalidades extremas y que el propio desarrollo de los sistemas financieros los lleva hacia formas híbridas de relación entre el ahorro y sus colocaciones productivas, en las que coexisten cada vez en mayor medida formas directas e intermediadas. En relación con ello, y puesto que la titularidad de los activos financieros emitidos por las empresas implica derechos sobre la dirección, supervisión y control de las mismas, el trabajo caracteriza también los sistemas de gobierno de empresas y las formas extremas que pueden ofrecer, en función de los mecanismos internos o externos de control en los que se detecta, asimismo, una tendencia hacia la uniformidad, mediante la convergencia de dichos mecanismos hacia el gobierno de los mercados y bajo los auspicios de una serie de normas mínimas de actuación.

Idazlan honetan, finantza sistemen eta ekonomia errealearen artean dauden harreman sistemak, “bankuak-industria” deitu ohi dena, azaletik ezaugarritu dira. Ez dago arrazoi biribilik muturretako modalitate baten edo bestearen alde agertzeko eta finantza sistemen berezko garapenak aurrezkiaren eta ekoizpen hautapenen arteko harreman hibridoetara eramaten ditu. Beraietan, zuzeneko formak eta bitartekatuak aldi berean daude gero eta gehiagotan. Enpresek jaulkitzen dituzten finantza aktiboen jabea izateak enpresen zuzendaritzan, ikusketan eta kontrolean hainbat eskubide ematen dituen bezala, idazlanak enpresen gobernu motak eta, kontrolerako barne eta kanpo mekanismoen arabera, izan ditzakeen muturretako formak ere aurkeztu ditu. Halaber, berdintasunerako jarrera bat hauteman da, mekanismo horiek merkatuen gobernurantz bat egiten dutelako eta jarduteko gutxieneko arau zenbait onartu direlako.

This article briefly characterises the relations, which exist between financial systems and the actual economy traditionally known as “banking and industry”. No conclusive arguments are found in favour of any extreme form of such relations, and the development of financial systems themselves takes them towards hybrid forms of relation between saving and productive placement. There is increasing coexistence of direct and indirect forms. Given that the ownership of financial assets issued by companies implies the holding of rights in regard to their management, supervision and control, this article also describes the systems of government in place at companies and extreme forms of such government which may arise depending on internal or external mechanisms.

ÍNDICE

1. Introducción
 2. Análisis comparado de los modelos de relación “banca-industria”
 3. Hacia pautas uniformes en la financiación de la economía real
 4. Financiación de la economía real y gobierno de las empresas
 5. Síntesis y conclusiones
- Referencias bibliográficas

Palabras clave: Sistemas financieros, economía real, relación banca-industria, activos financieros, financiación de la economía.
Clasificación JEL: D2, G1, G2, G3, L10.

1. INTRODUCCIÓN

La evolución reciente de los sistemas financieros y las economías en los principales países desarrollados ha enmarañado la clara separación que existía antaño entre los tradicionalmente denominados modelos de relación “banca-industria”. Bajo este concepto se incluían las diferentes vías de financiación de las empresas que, en sus formas extremas, provenían ya de los mercados o ya de los intermediarios financieros, fundamentalmente bancos, que jugaban así un papel determinante en la promoción, desarrollo y reestructuración de las empresas no financieras. Hoy en día, sin embargo, las fronteras entre esos modelos originarios son cada vez más difusas y permeables, y no sólo porque el crecimiento de los mercados se haya mostrado com-

patible con el de los activos bancarios o con la emergencia imparable de la inversión institucional. Las grandes empresas no financieras son también agentes activos de la desintermediación y colocan sus emisiones de acciones y deuda directamente en los mercados. En algunos sectores como el de la distribución comercial, se generalizan las actividades financieras no relacionadas con el negocio principal y se comercializan productos financieros y de seguro. E incluso determinados grupos de empresas industriales y de servicios promueven la creación de bancos, al tiempo que algunas empresas de informática apuestan sin ambages por la banca electrónica. Son sólo algunos ejemplos, pero reflejan una profunda transformación en las relaciones “banca-industria”, que ha venido propiciada tanto por el propio desarrollo económico como

por una serie de cambios “estructurales” en la financiación de la economía y por la propia innovación tecnológica, y que se ha traducido en ampliación de los mercados, desregulación y mayor grado de competencia. Ello está permitiendo el desarrollo simultáneo de la financiación directa e intermediada a las actividades productivas, e impulsando las estrategias de financiación empresarial hacia la diversificación de sus relaciones con los mercados y los intermediarios financieros, bajo las premisas de la eficiencia y la competitividad comparadas.

En cuanto a los mercados e intermediarios financieros, sus transformaciones no han sido menos espectaculares durante los últimos años. Los mercados financieros están cada vez más globalizados e interconectados por la cuasi-perfecta movilidad de los capitales financieros internacionales. Han ganado protagonismo en la financiación de las grandes empresas, gracias a la diversificación internacional de las carteras de los inversores institucionales y a la cada vez mayor canalización del ahorro de las familias hacia la inversión bursátil; un comportamiento al que han coadyuvado tanto los procesos generalizados de privatización de empresas públicas en los países desarrollados como la continua reducción de los tipos de interés. Las entidades bancarias, por su parte, han universalizado sus mercados-objetivo, desarrollan sus actividades en un escenario de cada vez mayor integración financiera, y llevan a cabo sus estrategias en clara apuesta por la internacionalización. Se han impulsado así los procesos

de concentración nacionales y en menor medida los íter fronterizos, que han incrementado tanto el tamaño como la concentración de los sectores bancarios en la mayor parte de los países. Pero, al propio tiempo, se han propiciado “nichos de mercado” para las entidades bancarias de menor dimensión, con oportunidades rentables de especialización en banca de proximidad, crédito especializado o finalista, servicios parafinancieros o en la gestión de la propia desintermediación.

La situación actual de las economías y los sistemas financieros ofrece un panorama de mercados abiertos, progresivamente desregulados y cada vez más transparentes en la formación de costes y en la fijación de precios, y ello induce nuevas pautas en la imbricación de lo económico y lo financiero que están detrás de los “fundamentales” de la competitividad comparada entre países y empresas. En esos términos, la generalización y acentuación de la competencia por la captación del ahorro tiende a uniformar las relaciones entre los sistemas financieros y los sistemas reales, que se basan en mecanismos híbridos, diversos y complejos, que solventan la antigua disyuntiva entre mercados e intermediarios bancarios. Uniformización lastrada por el condicionante de la persistencia de factores idiosincrásicos, ya sean históricos, institucionales o regulatorios, que continúan singularizando cada sistema financiero nacional frente a los restantes, y que siguen dando sentido al análisis comparado de las relaciones “banca-industria” en cada país concreto.

Paralelamente a la evolución de las economías y los sistemas financieros, el gobierno de las empresas se ha convertido en un tema de gran actualidad en muchos países. Con él nos referimos a los mecanismos que aseguran la dirección y control de las empresas, y de ahí su conexión con el ejercicio de los derechos que confiere la titularidad de los recursos financieros que permiten sus actividades productivas. Pero también nos referimos al marco legal que regula en cada país los órganos de gobierno de las empresas, la representación de los inversores en los mismos, y la protección de sus derechos, tanto en la supervisión de la gestión ordinaria como en los procesos concursales derivados de la insolvencia empresarial. En ese ámbito es en el que se insertan los “Códigos de buen gobierno empresarial” que, a partir del pionero “Informe Cadbury” (1992) del Reino Unido, han proliferado en los países desarrollados bajo la inspiración de Gobiernos nacionales, agrupaciones de empresas y directivos y, más recientemente, de organismos supranacionales. Empresas no financieras y bancos han ido asumiendo progresivamente las recomendaciones de esos códigos éticos y de buen gobierno, al socaire del interés mostrado por los Gobiernos y las autoridades supervisoras en dichas aplicaciones, por su innegable contribución al incremento de la transparencia de los mercados de valores.

Sin embargo, el buen gobierno de las empresas tiene un alcance más amplio que el de uniformar y dar transparencia a las relaciones entre las empresas y los in-

versores. Se relaciona también con la estrategia, las operaciones y la financiación de las empresas, así como con el control directivo que ejercen los mercados reales y financieros; y depende de las características idiosincrásicas, económicas y sociales, de cada país. La estructura del gobierno de una empresa determina la distribución de derechos y responsabilidades entre los distintos participantes en la misma, tales como el consejo de administración, los directivos, los accionistas y otros grupos de interés, al tiempo que especifica las reglas y procedimientos para la toma de decisiones empresariales. Según esta visión más amplia, el gobierno de la empresa proporciona también la estructura para establecer sus objetivos, y los medios para alcanzarlos o, en su caso, para detectar y corregir los desfases entre objetivos y resultados. Incluye la forma de implementar las decisiones estratégicas y operativas de directivos y gestores, por lo que su incidencia llega hasta la misma ejecutoria y comportamiento de la empresa en su conjunto.

Teniendo en cuenta las anteriores premisas, este artículo sistematiza, en primer lugar los rasgos definitorios de los sistemas “banca-industria” y sintetiza los pros y contras que cada uno de sus modelos extremos ofrecen, tanto desde la perspectiva de los sistemas financieros en su conjunto como desde la de los bancos y las propias empresas no financieras. En segundo lugar, el trabajo indaga en los datos financieros de los principales países desarrollados, y en particular en los países miembros de la Unión Europea, para dilucidar si

su evolución reciente permite sustentar la hipótesis enunciada acerca de la tendencia de los sistemas “banca-industria” hacia formas híbridas de relación entre los sistemas financieros y los sectores empresariales. Y hasta qué punto esa posible tendencia se ha visto coartada por la vigencia de factores diferenciales por países, que se vinculan con la historia, la evolución o la estructura institucional de los sistemas financieros, pero también con las características de los sectores empresariales a cuya financiación atienden. El artículo repasa, además, en tercer lugar los factores históricos, legales e institucionales que definen la idiosincrasia de los sistemas de gobierno de empresas, y sustenta la hipótesis de su convergencia hacia estándares uniformes, inducida tanto por la vigencia de modelos híbridos “banca-industria” como por los nuevos enfoques que evidencian los códigos de buen gobierno empresarial promovidos por organismos supranacionales.

La estructura del artículo se ajusta al logro de esos objetivos, para lo cual y tras este primer apartado de “Introducción” dedica su segundo epígrafe al “Análisis comparado de los modelos de relación banca-industria”, en el que se plantea un estado de la cuestión, a la luz de la literatura disponible, del que no se deduce claramente la primacía de ninguna de las variantes de los mencionados modelos. A partir de esa constatación, el tercer apartado analiza los datos disponibles sobre la financiación intermediada en los países de la Unión Europea, para destacar diversas tendencias que convergen “Hacia

pautas uniformes en la financiación de la economía real” y que dan así carta de naturaleza a las formas híbridas de relación “banca-industria”. El cuarto apartado establece la relación entre “Financiación de la economía real y gobierno de empresas”, para destacar la vinculación entre los modelos “banca-industria” y los sistemas de gobierno corporativo, y la convergencia de éstos hacia el control basado en los mercados y la tutela de todos los intereses presentes en las empresas. Y el apartado quinto, y último, realiza una breve síntesis de las conclusiones que pueden extraerse del trabajo.

2. ANÁLISIS COMPARADO DE LOS MODELOS DE RELACIÓN “BANCA-INDUSTRIA”

Los sistemas financieros garantizan el mecanismo de los pagos en la economía y canalizan de manera eficiente el ahorro económico entre los agentes con superávit y déficit, mediante la contrapartida de los activos financieros emitidos por los demandantes de ahorro (Maroto, 1993). Un proceso que puede realizarse de forma directa o indirecta: bien a través de los mercados de capitales, en los que los oferentes de ahorro o inversores proporcionan recursos financieros directamente a los demandantes del mismo; o bien mediante los intermediarios financieros, que proporcionan de manera indirecta –por las vías del crédito bancario o los préstamos– los recursos financieros demandados por los agentes deficitarios.

Las empresas no-financieras son agentes típicos con déficit que concurren a la

captación del ahorro económico, y su financiación implica un conjunto de decisiones en las que la elección entre formas directas o intermediadas debe armonizar las estrategias empresariales con la asignación eficiente del ahorro desde la perspectiva de los mercados y los intermediarios financieros. De ahí la íntima conexión que existe entre la administración del presupuesto de capital por parte de las empresas y las características del sistema financiero que les proporciona sus recursos y define su coste del capital; que condicionan tanto su propia eficiencia interna en la canalización del ahorro como la asignación del mismo, mediante la correcta valoración de la clase de riesgo empresarial.

Bajo tales supuestos, la existencia de factores institucionales idiosincrásicos y de imperfecciones de mercado, como la información asimétrica, los costes de insolvencia o los costes de agencia (Jensen y Meckling, 1976; Stiglitz y Weiss, 1981; Myers y Majluf, 1984), introducen restricciones financieras en la práctica que pueden afectar a los aspectos estrictamente económicos de la inversión empresarial y a la creación de valor por parte de las empresas. Esto transgrede la teórica separabilidad entre las decisiones de inversión y financiación de agentes individuales y empresas en mercados perfectos de capitales (Fisher, 1930; Modigliani y Miller, 1958), y condiciona el crecimiento empresarial y las mismas condiciones de la competencia en los mercados de bienes reales (Raymond, Maroto y Melle, 1999).

Los denominados modelos “banca-industria” se insertan en el marco descrito de relaciones entre los sistemas financieros y las economías, y sintetizan la forma predominante de asignación del ahorro a las colocaciones productivas. Con sendos límites extremos que se basan ya en formas directas –por la vía prioritaria de los mercados– o ya indirectas –mediante la mayor relevancia de los intermediarios financieros–. Y con unas características bien diferenciadas de la financiación empresarial en dichos modelos extremos: 1) En los modelos “indirectos” o “intermediados”, orientados hacia la banca y hacia otros intermediarios financieros, las empresas recurren principalmente a los créditos bancarios y a los préstamos privados para financiar sus proyectos de inversión. 2) En los sistemas “directos”, orientados hacia el mercado, las empresas financian sus inversiones con los recursos proporcionados directamente por los mercados financieros, mediante la contrapartida de sus emisiones públicas de acciones y deuda que son suscritas por los ahorradores o los inversores institucionales. Países como Japón, Alemania, Italia, Francia y España se suelen incluir en el primer modelo, en tanto que los países anglosajones como los Estados Unidos y Reino Unido son considerados ejemplos paradigmáticos del segundo.

El repaso de la literatura especializada pone de manifiesto que la vigencia de uno u otro modelo de relaciones “banca-industria” depende de la historia económica del país de que se trate, su estructura institucional y marco legal, las

necesidades de financiación de sus agentes inversores y de la misma opinión de las autoridades reguladoras respecto a lo adecuado de una u otra configuración (Ochoa, 1993). Así, la existencia de una clase empresarial interesada en la promoción industrial, el grado de desarrollo temprano del sistema financiero, la mayor disponibilidad de información, o la preocupación por la solvencia y estabilidad de las propias instituciones financieras son razones que habitualmente han motivado que los bancos permanezcan al margen de la financiación “permanente” de la industria, ya sea crediticia o accionarial. “Sensu contrario”, la falta de iniciativas empresariales, los reducidos niveles de ahorro, la menor autofinanciación empresarial, la mayor concentración del accionariado en la estructura de la propiedad de las empresas o la vocación de “accionistas activos” de la banca, son motivos que justifican su toma de participaciones y su inversión crediticia en las empresas no financieras, de forma estable. Históricamente, en países como el Reino Unido, las instituciones bancarias han rehusado por vocación a participar en el capital de las empresas y han evitado la adquisición de riesgos industriales a largo plazo; en tanto que en los Estados Unidos han sido las restricciones legales impuestas históricamente (“McFadden Act”, 1927; “The Glass-Steagall Act”, 1933; y “Bank Holding Company Act”, 1956) a su sistema bancario las que han motivado su fragmentación y especialización, con una limitada actividad crediticia. Por contra, en países como Alemania o España, los bancos han mantenido una

estrecha relación con algunos sectores o empresas, concediéndoles crédito, participando en su capital e involucrándose incluso de forma activa en su gestión.

En la actualidad, sin embargo, los modelos “banca-industria” han desdibujado las fronteras que en su origen los demarcaron con nitidez, y su propia evolución y desarrollo compatibilizan cada vez más las formas directas e indirectas de financiación al sector empresarial. La paulatina globalización de los mercados financieros y la universalización en la oferta de productos y en la prestación de servicios financieros, han impulsado la desregulación, la desintermediación y la innovación financiera. Se ha acentuado la competencia entre mercados e intermediarios financieros por la captación y asignación del ahorro, y la importancia relativa de unos u otros depende más de su eficiencia comparada en los procesos asignativos que de los rasgos institucionales o administrativo del sistema financiero. Sin embargo, estos últimos subsisten, aunque ya sin el mismo poder discriminatorio que tuvieron en su origen y que les permitía deslindar claramente la financiación directa de la intermediada.

La literatura sobre los análisis comparados de los modelos “banca-industria” ofrece diversos argumentos en pro y en contra de cada una de sus variantes, pero su estado de la cuestión no se decanta claramente por ninguna de sus modalidades. Esta circunstancia tiene una clara conexión con los factores idiosincrásicos que concurren en cada modelo, y contribuye a que su demarcación sea difusa,

tanto desde la perspectiva de los sistemas financieros considerados globalmente como desde la estructura financiera de las empresas o desde la actividad de los intermediarios financieros. En primer lugar, desde la perspectiva global de los sistemas financieros, se encuentran razones favorables a los bancos, debido a su mayor eficacia respecto a los mercados de capitales en cuanto a la financiación a largo plazo de las empresas. Una eficacia que se centra en su mayor vinculación con la gestión empresarial, así como en las ventajas comparativas derivadas de su especialización en el análisis de riesgos y de sus economías de escala (Mayer, 1988, 1990; Hellwing, 1991). Ahora bien, la opinión contraria, que destaca las ventajas comparativas de los mercados, también encuentra argumentos de peso en el mejor control que pueden ejercer éstos sobre las actuaciones directivas, ya que lo realizan de forma continuada –a través del seguimiento de las cotizaciones– y mediante el concurso de un elevado número de –actuales o potenciales– inversores (Allen, 1993).

También desde la perspectiva global de los sistemas financieros, las asimetrías de información –entre oferentes y demandantes de fondos prestables–, que se traducen en los conocidos problemas de selección adversa –u oportunismo precontractual– y riesgo moral –u oportunismo postcontractual–, tratados ampliamente en este mismo número de Ekonomiaz (Mishkin y J. M. Rodríguez Fernández), constituyen un argumento de uso tan habitual como controvertido. A favor

de los intermediarios financieros juega, en este caso, su papel reductor de la selección adversa, debido a su cualificación y especialización en el análisis de riesgos y a sus posibilidades de minimizar éstos, mediante su exigencia de garantías –“colaterales” en la terminología anglosajona– e incluso su limitación del volumen de crédito otorgado a cada prestatario. Lo cual no obsta, sin embargo, para que se reconozcan las ventajas comparativas de los mercados para minimizar el riesgo moral, puesto que su valoración continuada de las empresas se basa en el “ratio” de endeudamiento (“leverage”) y en la posición de riesgo de las empresas que dicho “ratio” evidencia en cada momento, lo que disuade conductas oportunistas que tendieran a incrementarla con posterioridad a la financiación recibida.

Por último, y también bajo enfoques generales del problema, la variable tiempo pone de manifiesto que la banca suele moverse por consideraciones de corto plazo en los tipos y vencimientos de sus operaciones, lo que le otorga la ventaja de poder renegociar sucesivas renovaciones de las mismas, atemperando las condiciones contractuales del crédito a la evolución de la posición de riesgo de los prestatarios y de la coyuntura. Por el contrario, los inversores institucionales son más proclives a las colocaciones a tipos fijos y en el largo plazo, lo que representa tanto ventajas en cuanto a menores costes de negociación y transacción para los prestamistas como mayor estabilidad en las condiciones financieras y mejores

posibilidades de abordar inversiones a largo plazo para los prestatarios (De Nederlandsche Bank, 1999).

En segundo lugar, la descripción de las características de la estructura financiera de las empresas en diferentes países y el análisis de los factores explicativos del endeudamiento empresarial, muestran que las diferencias estructurales que se observan provienen tanto de las características de los sistemas financieros como de las particularidades de los sectores de operación y de la dimensión de las empresas (Rajan y Zingales, 1995). De hecho, la diversificación hacia actividades financieras emprendida por muchas grandes empresas, las muestra como agentes activos de la desintermediación financiera convencional. La separación histórica entre bancos y empresas no-financieras tiende a difuminarse, por los procesos de concentración, la emergencia de economías de escala y de gama y la existencia de participaciones cruzadas (Saunders, 1994); y los negocios y actividades que desarrollan unas y otras entidades son cada vez más coincidentes, sobre todo en determinados sectores como el de la distribución comercial (Melle, 1997). En el límite, las actividades financieras y las estrategias de diversificación de muchas grandes empresas no-financieras están incluso cambiando la causación implícita en los modelos “banca-industria” por otra que podría denominarse “industria-banca”. Con variantes en esas nuevas formas de relación que incluyen desde la mera participación accionarial de las empresas no financie-

ras en los bancos hasta su asunción del papel de accionistas “de referencia” o “activos” en ellos, pasando por las alianzas estratégicas entre empresas no financieras y bancos, o la misma creación por parte de las empresas no financieras, como socios promotores, de entidades bancarias o financieras, en general.

En tercer y último lugar, la investigación moderna reconoce a los intermediarios financieros sus ventajas como entidades especializadas en el proceso de recogida de información y en el control y seguimiento (“monitorización”) de las empresas que solicitan financiación; lo que les permite, como ya se ha indicado, reducir los problemas de selección adversa y riesgo moral en la asignación de recursos respecto de la alternativa en que interviesen por sí mismos una multiplicidad de ahorradores (Leland y Pyle, 1977; Diamond, 1984). La delegación por parte de éstos en los bancos de la búsqueda de información y del ejercicio del control sobre el uso de los fondos, induce además en los prestatarios actuaciones que están en sintonía (“alineados”) con los objetivos de los prestamistas últimos (Edwards y Fischer, 1994). No obstante, esas ventajas comparativas de los intermediarios frente a los mercados tienden a diluirse cada vez más, por mor del desarrollo de los mercados y de las crecientes gama y sofisticación de los instrumentos financieros existentes en ellos, que facilitan la diversificación del riesgo por parte de los ahorradores últimos. Además, y en presencia de asimetrías de información, la financiación crediticia ofrece inconvenien-

tes respecto del mercado ya que tras episodios o fases de restricción monetaria, el crédito se reduce en mayor medida que otras alternativas de financiación, además de afectar su reducción a las empresas pequeñas y medianas, pero no así a las grandes (Watson, 1999).

3. HACIA PAUTAS UNIFORMES EN LA FINANCIACIÓN DE LA ECONOMÍA REAL

Una vez admitido que la literatura no se decanta de forma clara por la primacía de los mercados o los intermediarios financieros en la financiación de la economía real, se pretende indagar en este apartado sobre la evolución reciente de los sistemas financieros desarrollados, bajo la percepción de que existe una tendencia hacia formas híbridas de relación, directas e intermediadas, con los sistemas reales que, de hecho, suponen una convergencia entre las antaño formas extremas de relación “banca-industria”. Si bien esa tendencia se manifiesta con menor o mayor rapidez en cada país concreto según el poso histórico de su sistema financiero, las características de los sectores empresariales a cuya financiación atiende y la incidencia de los factores institucionales propiamente dichos, entre los que destacan las relaciones “banca-industria” preexistentes, el sistema impositivo y la legislación concursal.

Las fuerzas del cambio hacia patrones uniformes están implícitas en el propio desarrollo de los sistemas financieros, y se basan en fenómenos ya generalizados como la “titulización”, la desregulación, la

mayor competencia internacional y la explotación de las ventajas comparativas de los intermediarios y de sus complementariedades con los mercados (Hirshleifer, 2001). Todos estos factores fomentan la imbricación de las funciones originarias de intermediarios bancarios y mercados. En algunos casos, como en la “titulización”, al transformar los propios bancos préstamos intermediados en deuda negociable en el mercado. En otros, auspiciados por la desregulación y la implantación progresiva de una arquitectura financiera internacional, al dotar de flexibilidad las actuaciones de bancos y empresas, al tiempo que favorecen la eficiencia global en las asignaciones del ahorro. Y en otros más, por último, al fomentar que los intermediarios bancarios deleguen parte de sus funciones de seguimiento y control en los mercados y que en éstos aparezcan intermediarios que certifiquen o acrediten las condiciones bajo las cuales el mercado pueda ejercer la “monitorización” que le es propia.

No obstante, en el caso de los países de la Unión Europea, en los que se fija preferentemente la atención, la vigencia de los intermediarios bancarios y la financiación crediticia de las empresas es aún muy importante (De Nederlandsche Bank, 1999). En estos países predomina la financiación indirecta y, dentro de ella, la de los intermediarios bancarios, debido a una serie de factores concatenados entre los que se encuentran el mayor o menor compromiso histórico de la banca con las empresas, la mayor o menor dimensión media de los bancos y las empresas no

financieras, y la protección genérica o asegurada que otorga el derecho concursal a los acreedores en los casos de insolvencia empresarial (European Committee of Central Balance Sheet Offices, 2000). El límite superior del peso de los bancos en las economías lo ofrecen actualmente Italia y Alemania, con una financiación indirecta al sector privado que ronda el 95 por ciento del total, y de la cual son responsables los bancos en su 89 por ciento. El caso de Alemania es modélico del compromiso vocacional de la banca (“Hausbank”) con el sostenimiento financiero estable de las actividades industriales, pero también de unas leyes de insolvencia que coadyuvan a esas participaciones protegiendo de manera genérica a los acreedores. En Italia, por el contrario, las causas del elevado peso de la banca en la financiación de las empresas se encuentran tanto en la menor dimensión de bancos y empresas –que acota los riesgos a tomar por los primeros e impone el “minimalismo” a las empresas en los numerosos créditos solicitados para paliar la insuficiencia de sus recursos propios– como en una legislación concursal que prima a los acreedores asegurados –y de ahí lo usual de “colaterales” en los créditos–. Otros países de la Unión Europea, como Francia, ofrecen una financiación indirecta menor, pero que aún así alcanza el 85 por ciento del total al sector privado y de la cual son responsables los bancos en su 85 por ciento, como resultado del proceso de liberalización del sistema financiero francés de mediados los años ochenta. En tanto que casos como el de Holanda,

presentan rasgos distintivos que aúnan el peso relevante de los intermediarios no bancarios –fondos de inversión y de pensiones, y compañías de seguros– con unos estrictos requisitos de acceso a su mercado de valores, lo que motiva que su financiación al sector privado sea indirecta en el 95 por ciento de los casos, pero que de ella respondan los bancos sólo en su 73 por ciento.

En el otro extremo de los modelos tradicionales “banca-industria”, la mayor importancia relativa de los mercados y de su financiación directa al sector privado se sigue mostrando en países como el Reino Unido y los Estados Unidos, auténticos modelos al respecto, que canalizan por esa vía alrededor del 20 por ciento de la financiación total al sector privado. Aún así, en ambos casos el peso de la financiación indirecta es también muy importante –el 80 por ciento en los Estados Unidos y el 81 por ciento en el Reino Unido–, aunque con rasgos claramente distintivos en cada caso. En el Reino Unido, los bancos responden del 92 por ciento de la financiación intermediada, mientras que en los Estados Unidos bancos y “no bancos” son responsables al 50 por ciento de la misma.

Apelando a los datos más recientes de los que se dispone, las diversas formas de financiación intermediada en el marco de referencia de los 15 países de la Unión Europea confirman, en general, el elevado grado de “bancaización” –medida a través del “ratio” entre activos totales de las entidades crediticias respecto al PIB– de sus economías. El Cuadro nº1

ofrece, a ese respecto, datos comparativos sobre los balances y patrimonios, respectivamente, de las entidades de crédito y los inversores institucionales –fondos de inversión, compañías de seguros y fondos de pensiones– de diversos países, relativizados por los correspondientes PIB. Puede apreciarse así que, en todos los casos, los activos de las entidades bancarias sobrepasan las cifras de los PIB, y que en la mayor parte de ellos las duplican; con el caso extremo del Reino Unido, cuyos activos bancarios superan el 300 por ciento de su PIB y que ofrece la paradoja –se trata de un modelo teóricamente “de mercado”, con financiación “directa”– de un grado de bancarización superior al de Alemania –teóricamente, “de banca” o “indirecto”–. Unas diferencias entre ambos países, que se mantienen aún descontando de los balances de las entidades de crédito las po-

siciones interbancarias, ya que ofrecerían de esta forma un ratio de “Activos netos de activos interbancario/PIB” del 280 por ciento en el Reino Unido y del 170 por ciento en Alemania. Por otra parte, es de señalar la similitud que existe entre los grados de “bancarización” de Alemania y Francia, por una parte, y de Italia y España por otra, sobre todo desde el punto de vista de sus respectivos sectores empresariales. El tamaño medio de las empresas en el caso de los dos primeros países –30-39 empresas por 1.000 habitantes y 8 trabajadores por empresa, según datos de Eurostat– es superior al de los dos últimos –50 empresas por 1.000 habitantes y 4 trabajadores por empresa, según la misma oficina estadística de la Unión Europea–, y el volumen de sus respectivas necesidades crediticias parece guardar la relación ya sugerida con el tamaño medio de los bancos que las cubren.

Cuadro nº1: Importancia relativa de los intermediarios financieros en los países de la Unión Europea: activos de las entidades de crédito y de los inversores institucionales –fondos de inversión, compañías de seguros y fondos de pensiones–.

Datos expresados en porcentajes del PIB de cada país (1997 y 1995). (Clasificados por los activos de las instituciones de crédito, en porcentajes de los respectivos PIB en 1997)

	1997			1995			1995-1997		
	Valores absolutos en % del PIB			Valores absolutos en % del PIB			% Variación en importancia relativa		
	fondos inversión	seguros y pensiones	entidades crédito	fondos inversión	seguros y pensiones	entidades crédito	fondos inversión	seguros y pensiones	entidades crédito
Reino Unido			327,60	16,09		296,40			
Irlanda	69,85		299,05	36,78	26,29	195,45			
Bélgica	32,44	30,97	294,17	23,63	26,15	278,65			
Alemania	24,72	36,99	255,82	16,33	32,28	222,95	29,62	-2,02	-1,86
Francia		45,00	244,60	33,00	40,00	224,00			
Austria	22,55	26,49	238,38	14,26	23,20	230,59	47,37	6,47	-3,58
Holanda	19,00	146,00	227,00	16,00	124,00	194,00	1,25	0,30	-0,29
Dinamarca	8,00	69,00	220,00	5,00	66,00	203,00	47,80	-3,57	-0,03
Portugal	26,00	31,00	220,00	17,00	23,00	184,00	23,72	8,96	-3,31
Suecia	20,82	104,00	213,00	11,00	86,00	179,00	54,39	-1,19	-2,79
España	34,93	21,71	183,23	17,95	17,80	182,75	77,13	11,04	-8,67
Italia	18,90	19,40	155,40	7,20	17,40	150,00	136,89	0,50	-6,61
Finlandia	3,05	42,46	113,35	0,95	38,42	122,26	225,42	12,45	-5,67
Grecia	22,92		102,03	9,68	12,48	96,26			
Luxemburgo	2.770,98		3.695,99	2.071,82	44,82	3.604,39			

Fuente: Adaptado de Banco Central Europeo, 1999 (sobre datos OCDE)

Nota: Para Alemania, los datos de 1997 de las compañías de seguros son provisionales.

Por lo que respecta a la importancia relativa de los inversores institucionales, sobre todo de los fondos de inversión, ésta crece de manera generalizada en todos los países según los datos disponibles para el período considerado –e incluso desde 1985, si se toman los datos ampliados de la OCDE–. Contrasta con la pérdida de importancia relativa de las entidades de crédito en todos los países, y refleja de manera palpable el fenómeno de la desintermediación, que reduce progresivamente la cuota de los bancos en la financiación de la economía a favor de la cubierta por la inversión institucional. Algunos países, además, como Holanda y Suecia, ofrecen particularidades nacionales de preferencia por la financiación intermediada, que hacen compatible un elevado peso tanto de las entidades de crédito como de las compañías de seguros y los fondos de pensiones. Otros países, como España e Italia, a partir de cifras inicialmente reducidas de inversión institucional, incrementan espectacularmente los patrimonios de sus fondos de inversión durante los últimos años debido a los incentivos fiscales de su materialización en activos públicos destinados a la financiación de los déficit públicos; lo que provoca un claro efecto de reducción de los depósitos bancarios, además del habitual “efecto expulsión” de la demanda de crédito privada.

Pero si el elevado grado de “bancarización” de los países de la Unión Europea tiende a reducirse, como ya se ha visto, por el crecimiento de los inversores institucionales, también tiende a hacerlo

por otros muchos factores relacionados con la redefinición del propio negocio bancario ante un espacio financiero integrado (ECB, 1999). La ampliación de los mercados, la mayor competencia y la supresión de buena parte del negocio “internacional” que implica la moneda única, acentuarán la continua disminución de los márgenes y exigirán un nuevo posicionamiento competitivo de los bancos frente a los mercados, la implantación geográfica y la dimensión.

Ante un entorno con bajos tipos de interés, con menores crecimientos o reducciones en los depósitos –por la competencia de la inversión institucional–, y con dificultades crecientes en la selección de los mejores prestatarios para la inversión crediticia –por las mayores posibilidades de acceso a los mercados por parte de éstos–, el margen (“spread”) del negocio típico de intermediación se reducirá aún más. Continuará la tendencia reductora de los márgenes de intermediación que se cubrirá, en lo posible, con los ingresos no financieros derivados de la prestación de servicios. Pero esta política chocará con los excesos de capacidad que todavía existen en las redes de sucursales de determinados países y que implican unos costes operativos elevados, y muy superiores en cualquier caso a los generados por la banca de inversión o por los nuevos canales de banca minorista –banca telefónica o banca electrónica–. Y los resultados de todo ese proceso, cuyas líneas generales de tendencia se verifican con los datos de la OCDE –*Bank Profitability; Financial Statements of Banks*,

2000– desde los años ochenta se traducirán, como es obvio, en una menor rentabilidad de las entidades bancarias.

Los cambios estratégicos para salvaguardar la rentabilidad de las entidades bancarias ya se están produciendo, afectan sobre todo a la intermediación convencional en la que juega un papel relevante la inversión crediticia, y son una fuerza impulsora más de la tendencia a la homogeneidad en los sistemas “banca-industria”. Los datos comparativos más recientes del crédito bancario, por países de la Unión Europea y prestatarios finalistas, en porcentaje de los activos totales de la banca en 1992 y 1997, se reflejan en el Cuadro nº2. Estos datos confirman la continua reducción del crédito a las empresas no financieras en la casi totalidad –exceptuada Italia– de los países de la Unión Europea, y reflejan las particularidades que definen la posición de cada país. Sólo en los casos de Suecia, España e Italia, el crédito empresarial representa el mayor peso entre las posibles

asignaciones finalistas, y ello por motivos relacionados con sus respectivas estructuras institucionales. En Suecia, por la existencia de un pujante subsector de sociedades hipotecarias y financieras –éstas de menor importancia–, en el que las primeras concentraban en ese período más del 50 por ciento de las inversiones crediticias, lo que explica también el elevado peso de los créditos a las familias. En España, por la vigencia e importancia del modelo de las cajas de ahorro, especializadas en una banca de proximidad que asigna su inversión crediticia sobre todo a familias y pequeña y mediana empresa (PYME). Y en Italia, por la herencia histórica de la especialización crediticia en empresas de determinados sectores de los antiguos institutos especializados de crédito y de la banca mutualista, así como por el negocio característico de las originarias cajas de ahorro; entidades todas ellas transformadas posteriormente en sociedades anónimas e integradas ya casi en su totalidad en grupos bancarios.

Cuadro nº2: **Créditos de la banca doméstica en los países de la Unión Europea**

(Datos en porcentaje de los activos totales del sector bancario de cada país)

	Empresas no financieras			Familias			Sector público			Otros bancos		
	1992	1997	% variación 1992-1997	1992	1997	% variación 1992-1997	1992	1997	% variación 1992-1997	1992	1997	% variación 1992-1997
Suecia	52,06	42,30	-18,76	34,81	34,51	-0,85	6,59	4,86	-26,20	6,35	17,30	172,65
Finlandia	37,73			28,84			3,21			13,80		
España	25,67	22,17	-13,66	20,10	20,68	2,85	14,61	15,91	8,87	23,67	21,11	-10,81
Italia	21,13	21,49	1,72	12,59	13,87	10,16	12,98	15,83	21,96	24,53	20,14	-17,88
Holanda	24,73	20,78	-15,97	16,96	23,44	38,15	11,40	8,88	-22,06	6,65	5,05	-24,12
Dinamarca	27,01	16,98	-37,14	12,96	10,09	-22,16	12,25	6,45	-47,34	7,61	17,58	130,99
Francia	22,41	16,26	-27,44	15,00	13,50	-10,00	2,74	6,78	147,04	25,16	29,83	18,57
Alemania	19,88	15,85	-20,27	24,62	23,82	-3,24	12,42	13,27	6,84	24,93	26,32	5,59
Bélgica	13,39	11,45	-14,50	11,70	10,59	-9,48	26,12	22,85	-12,55	8,35	11,00	31,67
Irlanda		9,93			12,13			2,77			13,70	
Reino Unido	13,13	8,62	-34,38	21,13	18,01	-14,74	1,47	1,28	-13,03	14,25	15,57	9,27
Luxemburgo										9,01	12,46	38,32

Fuente: Banco Central Europeo, 1999 (sobre datos OCDE) y elaboración propia.

El Cuadro nº2 permite también apreciar otra característica histórica del crédito concedido por los bancos europeos, como es la del elevado peso de sus asignaciones al sector público. El caso de Bélgica es llamativo, y se relaciona también con la herencia de la estructura institucional de su sistema financiero, en la que existían bancos públicos especializados en la financiación privilegiada de la industria y la agricultura, y en la que las entidades privadas estaban volcadas tradicionalmente en la financiación del sector público. Pero también son relevantes los créditos al sector público en Alemania, Italia y España, países con importantes subsectores de cajas de ahorro, muchas de las cuales son de titularidad pública o están gobernadas por Administraciones Públicas. Esta situación genera un evidente solapamiento de intereses en los decisores públicos que, al actuar simultáneamente como gestores y clientes de las asignaciones de recursos de las cajas, tienden a elevar excesivamente su participación en las carteras crediticias de las entidades, a pesar de su incidencia desfavorable sobre la rentabilidad económica (Maroto y Melle, 2000). En cualquier caso, se trata de colocaciones con bajo riesgo que llevan aparejado un rendimiento menor que las realizadas en otros sectores “de mercado”, y cuyo volumen tenderá a decrecer tanto por la reducción de las necesidades de cobertura de los déficit públicos –o de financiación de procesos excepcionales como fue la reunificación alemana– en el marco de estabilidad de la Unión Europea como por el incremento de la competencia y la necesidad de reorien-

tar las carteras crediticias hacia colocaciones más rentables.

Todas las tendencias detectadas permiten afirmar que la inversión institucional juega todavía un modesto papel en la financiación de las empresas europeas, pero que su peso tenderá a incrementarse, tanto por sus ventajas comparadas ante el nuevo entorno financiero como por la previsible continuidad del declive de la financiación crediticia. Los inversores europeos parecen apreciar cada vez más las ventajas financiero-fiscales de la inversión colectiva o de los planes de pensiones y seguros respecto de los depósitos bancarios, en tanto que la movilidad internacional de los capitales y la ampliación de los mercados en el área del euro estimularán la búsqueda de mayores rendimientos para sus carteras y permitirán la diversificación internacional de sus riesgos. Ello tendrá algunas implicaciones importantes, respecto de la financiación empresarial y del papel desempeñado por la banca en el sistema financiero. En el primer caso, porque la reducción de los déficit en los países de la zona euro tenderá a minorar paulatinamente la oferta de títulos públicos, lo que permitirá reorientar las carteras de los fondos hacia los activos emitidos por el sector privado, con los previsible efectos favorables sobre el menor coste y los mayores plazos del endeudamiento de las empresas. Y en el segundo, porque los bancos tenderán cada vez más a asumir la gestión de la desintermediación (“reintermediación”), mediante el control de los recursos de los fondos de inver-

sión a través de sociedades vinculadas; un control que, de hecho, ya llega hasta el 80 por ciento del total de la inversión institucional en la mayor parte de los países de la Unión Europea. Lo que ilustra acerca del nuevo papel de la banca europea en la asignación de la financiación indirecta, y justifica la necesidad cada vez mayor de analizar sus resultados englobando tanto sus recursos administrados (en balance) como gestionados “fuera de balance”.

En cuanto a la financiación indirecta por antonomasia que ha sido hasta ahora el crédito bancario, la integración europea incrementará la tendencia a reducir sus asignaciones al sector público, tanto por las menores necesidades crediticias de las administraciones públicas como por la baja rentabilidad de estas carteras para las entidades bancarias. Pero el crédito bancario también se enfrentará a los nuevos retos apuntados en cuanto a sus créditos a las empresas. Por una parte, porque su concesión a empresas no financieras “preferentes”, de elevada solvencia, lleva aparejada una menor prima de riesgo y, por tanto, un menor rendimiento (Hurst, Perée y Fischbach, 1999). Por otra, porque su ponderación de riesgo –del 100%–, lo incluye entre los activos que más recursos de capital básico absorben para su cobertura (“Tier 1”)¹, lo que penaliza su concesión por los ban-

cos frente a la misma financiación que pudiera realizar un inversor institucional no bancario. Y, por último, porque si la competencia entre las entidades bancarias tiende a basarse cada vez más en términos de costes variables, debido a la implantación de las nuevas tecnologías en el negocio bancario, el mercado ampliado de la Unión Europea permitirá que coexistan grandes bancos universales con pequeñas entidades especializadas (Gual, 1999), lo que reorientará las estrategias bancarias para cubrir las necesidades financieras tanto de las grandes empresas europeas en el ámbito internacional como de las idiosincrásicas PYME en los respectivos mercados nacionales.

4. FINANCIACIÓN DE LA ECONOMÍA REAL Y GOBIERNO DE LAS EMPRESAS

El gobierno de las empresas se ha entendido durante largo tiempo como un problema estrictamente jurídico, relacionado con la representación de los accionistas en los órganos de gestión y control de las sociedades anónimas y con el control efectivo que aquéllos pudieran ejercer sobre las actuaciones de los directivos. En su enfoque actual, sin embargo, su alcance se ha ampliado hacia la estructura institucional que regula la toma de decisiones directivas para el gobierno de las empresas, lo que afecta por tanto a los resultados empresariales y define una perspectiva más económica

¹ Nota del editor. En la jerga de los acuerdos de Basilea existen tres grandes grupos denominados “Tier” (rangos o categorías) en la composición del capital en función de su calidad para la entidad bancaria, y por tanto, del grado del riesgo empresarial absorbido por cada grupo. En el rango “Tier 1” se encuadran aquellos de mejor calidad para la en-

tidad bancaria y, por tanto, con mayor capacidad de absorción de riesgo. Obviamente el inversor que aporte estos recursos a los bancos es el que también demanda la mayor rentabilidad.

del problema, al tiempo de dotar a su planteamiento de una mayor complejidad. Una estructura institucional, sin embargo, que sigue estando vinculada al sistema legal y regulador vigente en cada país, alguno de cuyos aspectos, como el diferente grado de protección que se otorgue a los derechos de accionistas

y acreedores, puede llegar a explicar las diferencias que se detectan, en comparación internacional, en el desarrollo de los mercados de capitales, la concentración de la propiedad o el mismo acceso de las empresas a la financiación externa (La Porta et al., 1998, 1999).

Cuadro nº3: Distribución del capital en circulación de las empresas cotizadas entre diferentes categorías de accionistas en algunos países seleccionados de la OCDE

(en porcentaje, al final del año 1996)

	Estados Unidos	Japón	Alemania	Francia	Reino Unido ²	Suecia	Australia ³
Sector financiero	46	42	30	30	68	30	37
Bancos	6	15	10	7	1	1	3
Empresas de seguros y fondos de pensiones	28	12	12	9	50	14	25
Fondos de inversión	12	—	8	11	8	15	—
Otras entidades financieras	1	15 ¹	—	3	9	—	9 ³
Empresas no financieras	—	27	42	19	1	11	11
Administraciones Públicas	—	1	4	2	1	8	—
Familias	49	20	15	23	21	19	20
Resto del mundo	5	11	9	25	9	32	32
TOTAL	100	100	100	100	100	100	100

¹ Para Japón, los "Fondos de pensiones y de inversión" están incluidos en "Otras entidades financieras".

² Los datos de Reino Unido son de final de 1994.

³ Los datos de Australia son de final de septiembre de 1996. Los "Fondos de inversión" están incluidos en "Otras entidades financieras".

Fuente: Adaptado de OCDE Financial Accounts, Conferencia sobre International Patterns of Institutional Investment (Nueva York 1997), Banco de Francia, G. P. Stapleton: Ownership of the Australian Share Market and Implications for Securities Regulation (en prensa), y estimaciones de la Secretaría de la OCDE.

La vinculación de los modelos de gobierno de empresas con el ejercicio de los derechos inherentes a los titulares de la estructura financiera empresarial y con la armonización entre sus intereses y las decisiones directivas conducentes a lograrlos, introduce una evidente conexión con los sistemas tradicionales de relación “banca-industria” considerados anteriormente.

4.1. Control interno

En el caso de los modelos “indirectos” u “orientados a la banca”, como el descrito de forma ilustrativa en Alemania o el no menos ejemplar de Japón, la actuación directiva tiende a controlarse por los grandes grupos de accionistas “activos” –con participaciones significativas– entre los cuales los bancos juegan un papel predominante. Como puede apreciarse en el Cuadro nº3, la tenencia de acciones cotizadas por bancos y empresas no financieras alemanas y japonesas constituye el núcleo de sus respectivos modelos de gobierno corporativo. En estos casos, además, la “monitorización” que ejercen los bancos sobre las empresas se ve acrecentada por su papel de gestores de las carteras de muchos inversores individuales, cuyos derechos decisorios representan; lo cual incrementa tanto su grado efectivo de concentración en la propiedad de las empresas como su influencia sobre su gobierno y gestión. De hecho, el 75 por ciento de las grandes empresas alemanas y el 52’9 por ciento de las japonesas cuentan con un representante de algún banco comercial en su Consejo (Kroszner y Strahan, 2001).

El modelo de gobierno “indirecto” se basa así en un control “interno” de las empresas (*insider*) (Franks y Mayer, 1992), y se relaciona con modelos “banca-industria” en los que prima la financiación indirecta de aquéllas. De ahí que sus características más relevantes sean las de un número relativamente reducido de empresas cotizadas, unos mercados de capitales con limitada liquidez para permitir intercambios frecuentes de propiedad y control, y una elevada concentración del accionariado en manos de corporaciones, instituciones, familias o gobiernos. Se suele insertar además en un marco de reducida institucionalización de la riqueza financiera, en el que, al menos hasta fechas relativamente recientes, no han existido categorías de inversores comparables a los fondos de pensiones, los fondos de inversión y las compañías de seguros de los Estados Unidos y el Reino Unido. Estos inversores, cuando han ido apareciendo, han visto incluso restringidas sus actuaciones de mercado por limitaciones legales a la proporción de sus patrimonios que podían invertir en acciones (Nestor y Thompson, 2000).

4.2. Control externo

En el otro extremo, la estructura anglosajona del gobierno de empresas se inserta en los modelos “directos” u “orientados al mercado”, y basa su ejercicio en el control de la dirección que ejercen los tenedores de títulos con sus posiciones de mercado. Se manifiesta en una mayor distribución de la propiedad de las acciones

entre inversores individuales e institucionales en países como los Estados Unidos, Reino Unido y Australia –véase de nuevo el Cuadro nº3–, y apuesta por la “monitorización” del mercado sobre las empresas, si bien con la contrapartida de la mayor dispersión de los accionistas y su menor poder individual para controlar las actuaciones directivas. La participación y el papel de los bancos en el gobierno de las empresas se reducen así ostensiblemente, hasta el extremo de que sólo el 31’6 por ciento de las grandes empresas norteamericanas cuentan con algún representante bancario en sus Consejos.

En resumen, el modelo anglosajón, o modelo de gobierno directo, por el contrario, basa tanto la financiación como el control de las empresas en el mercado, y de ahí su carácter simultáneo de directo y

“externo” (*outsider*) (Franks y Mayer, 1992). Se suele acompañar por ello de un marco legislativo que apoya claramente el derecho de los accionistas para controlar la empresa y para disponer de una información explícita y veraz que posibilite su ejercicio. Sus características mayormente distintivas radican en unos mercados de capitales muy líquidos, un gran número de empresas cotizadas en las que son frecuentes los intercambios de propiedad y control, y una escasa concentración del accionariado. No obstante, en este modelo está generalizado el fenómeno de la institucionalización de la riqueza financiera, lo que le dota también de algunos rasgos propios de la financiación intermediada –no bancaria–, al estar la gestión de una elevada proporción de las rentas generadas por las empresas a cargo de inversores institucionales.

Cuadro n°4: Importancia de los mercados de valores en las economías nacionales

	Valor de Mercado (en porcentaje sobre el PIB)	Capitalización bursátil de las acciones de las empresas nacionales (excluidos los Fondos de Inversión) (Millones de Dólares USA)	Valor de Mercado de las emisiones de deuda (nacionales y extranjeras) (millones de Dólares USA)	Número total de empresas con acciones cotizadas (nacionales y extranjeras) (excluidos los Fondos de Inversión)	Concentración del 5% de las empresas nacionales de mayor capitalización (2000)	N° de empresas
	(1999)	(2000)	(2000)	(2000)	5% del valor bursátil	
Alemania	72,08	1.270.243,20	ND	989	73,53	42
Austria	16,9	29.935,20	114.109,50	111	40,28	5
Bélgica	78,85	182.481,00	205.958,00	265	63,87	8
Dinamarca	60,54	111.818,50	253.760,60	235	69,09	11
España	77,04	504.221,90	38.018,50	1.036	74,80	51
Francia	111,12	1.446.634,10	731.449,60	966	78,65	40
Grecia	157,38	107.499,20	ND	310	53,52	15
Holanda	187,71	640.456,30	248.697,80	392	76,15	12
Irlanda	58,1	81.882,50	19.481,70	96	52,79	4
Italia	66,11	768.363,40	1.001.586,30	297	60,61	15
Luxemburgo	197,68	34.016,40	3.155.766,30	270	60,71	3
Noruega	41,65	65.774,00	42.171,10	215	61,25	10
Portugal	58,49	60.680,50	49.009,10	110	56,50	5
Reino Unido	198,29	2.612.230,20	1.423.663,00	2.374	81,45	96
Suecia	156,39	328.339,00	ND	311	70,92	15
Suiza	267,46	792.316,40	246.307,30	416	76,79	14
Estados Unidos *	180,78	15.214.416,20	2.147.478,40	2.862	61,11	101
Japón	104,74	3.157.221,80	2.548.332,00	2.096	63,95	103

* La capitalización bursátil de USA incluye los mercados Amex, Nasdaq y NYSE.
Fuente: FMI, International Financial Statistics, 1999, FIBV y elaboración propia.

Pese a las conexiones apuntadas entre los modelos “banca-industria” y los sistemas de gobierno empresarial, el mero hecho de que las grandes empresas accedan cada vez más en forma directa a los mercados de valores, en detrimento de la deuda bancaria, *no significa necesariamente la implantación automática de una estructura de gobierno de empresas basada en los mercados*. El Cuadro nº4 aporta algunas percepciones a ese respecto, ya que muestra cómo el peso de los mercados de valores en las economías nacionales no explica, por sí mismo, las características de su gobierno de empresas; aún cuando la mayor capitalización bursátil, el mayor número de empresas cotizadas y la menor concentración de las empresas de mayor capitalización incidan sobre la mayor eficiencia de los mercados. Los Estados Unidos y el Reino Unido ofrecen evidencias del elevado peso de sus mercados de valores sobre el PIB, de la capitalización de sus mercados de acciones y de deuda, y del número total de sus empresas cotizadas. Pero la concentración de sus empresas de mayor capitalización es diferente, y el dato de los Estados Unidos es bastante más parecido a la concentración de Japón que a la del Reino Unido. Por otra parte, el mercado de valores de Japón representa un mayor porcentaje de su PIB que el de Alemania, pero el valor de mercado de sus empresas de mayor capitalización es menor que en el mercado de valores alemán. Francia y Suecia tienen unos mercados de valores importantes, pero demasiado concentrados en sus empresas de mayor capitalización. Mientras

que otros mercados de valores, como el español, parecen más importantes de cara al control de empresas por el número de empresas cotizadas –en muchos casos sin cotización efectiva– y por la participación de los inversores individuales –superior al 30 por ciento de la capitalización total, pero con escasas tradición y posibilidades efectivas de “monitorización” de las empresas– que lo que realmente son según el resto de indicadores de mercado.

4.4. El papel del marco legal e institucional en el gobierno de las empresas

Los fundamentos del derecho de cada país pueden justificar diferencias como las apuntadas, de forma que la distinción entre países con “ley civil” o con “ley común” implicaría enfoques más reglamentistas o más prácticos, respectivamente, en dichos modelos de gobierno. En el primer caso, de “ley civil”, propio de países como Francia, España, Alemania o los Países Escandinavos, las fuentes legislativas vienen dadas por las normas que legisladores y expertos desarrollan para regular los mercados. Contemplan una elevada protección de los inversores, mediante la fijación de derechos estatutarios rígidos que, sin embargo, reducen la flexibilidad para la toma de decisiones económicas. Regular, asimismo, de forma minuciosa las operaciones de los mercados de valores, pero con ello facilitan la concentración de la propiedad de las acciones en grandes inversores y perjudican la misma eficiencia del gobierno de

las empresas. En el segundo caso, específico de los países anglosajones, la legislación sigue un enfoque práctico basado en los usos y costumbres de los mercados de capitales. Esta “ley común” se crea por los mercados y se formaliza por los jueces, y permite una gran flexibilidad para las operaciones y contratos de las empresas (Salas, 1998). Uno y otro sistema de creación de normas jurídicas condicionan además, respectivamente, la tardía o temprana aparición de los “códigos de buen gobierno” que se han ido proponiendo en los diferentes países, así como la inspiración, indicativa o imperativa –como requisito para concurrir al mercado– de los mismos.

El desarrollo estatutario del marco legal condiciona asimismo los derechos, la estructura y la concentración del accionariado, e incide así en varios elementos clave que delimitan el papel del mercado en el ejercicio del control corporativo. Y lo hace sobre todo, de forma paradójica, en los sistemas que pretenden velar por los inversores “desde dentro”. Son los casos de los acuerdos estatutarios que reducen el control de los accionistas mediante acuerdos de voto limitado o voto múltiple, o de las estructuras de los consejos de administración que alteran la proporcionalidad de los votos de los accionistas en la asamblea o junta general. Estos mecanismos están demasiado extendidos entre los países europeos, ya que los derechos de voto doble o múltiple son práctica común en los países escandinavos, Francia y Holanda; los acuerdos de restricción de voto o de limitación del nú-

mero máximo de derechos de voto por accionista, con independencia de su participación en el capital, se permiten en prácticamente la mitad de los países de la Unión Europea; y las acciones sin voto existen en la mayoría de los países europeos (Davis y Lannoo, 1998). Por otro lado, en los sistemas basados en el control “desde fuera”, la especial precaución con la que se observa la participación de los bancos en los consejos de las empresas condiciona las ventajas que podrían derivarse de su “monitorización”. En el caso de los Estados Unidos, la potencial insolvencia financiera de empresas participadas por bancos les supone a éstos unos elevados costes, derivados tanto de la protección de los derechos de los restantes accionistas como de los acreedores. Un riesgo que los bancos tienden a minimizar al involucrarse tan sólo en el capital de grandes empresas, con resultados estables, con activos susceptibles de aportarse como garantía (“colaterales”) y con bajo endeudamiento a corto plazo. Que son, precisamente, las que menos necesitan su posible labor disciplinaria en su gobierno y gestión (Kroszner y Strahan, 2001).

Frente a ese diverso panorama del marco legal e institucional del gobierno de empresas, cabe cuestionarse si se producirá también en este ámbito la tendencia uniformadora que se detectaba en los modelos “banca-industria”. La respuesta de la literatura es igualmente afirmativa en este caso, pero con el matiz de decantarse claramente por la paulatina convergencia hacia el control “externo”,

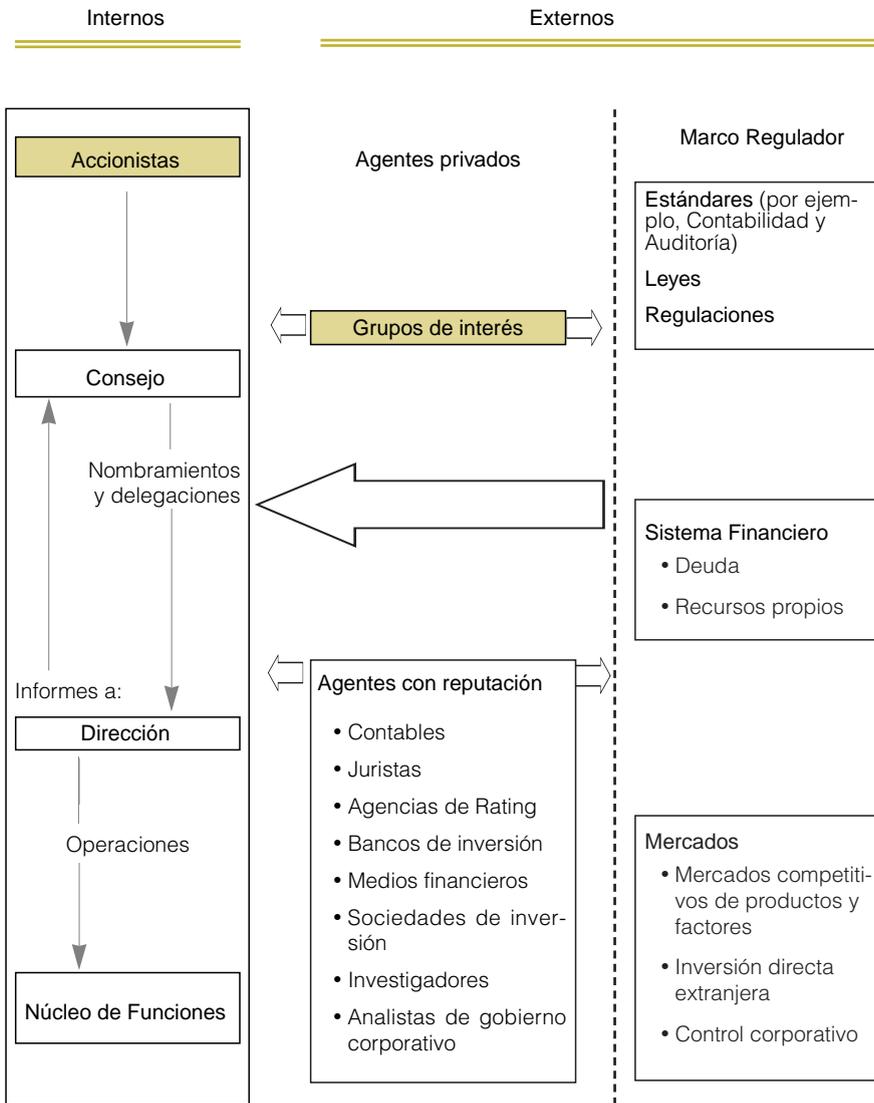
tanto por la mayor eficiencia de los mercados globalizados para la orientación y supervisión de las decisiones empresariales como por la capacidad de las grandes empresas internacionalizadas para elegir por sí mismas el mercado cuyo modelo regulador prefieran para su gobierno. En cuanto a los inversores, también se propugnan las ventajas del control “externo”, dada la creciente capacidad de aquéllos para diversificar internacionalmente sus carteras hacia los mercados que mejor les permitan orientar las decisiones de las empresas en las que participan. No obstante, la rigidez del marco legal en el que se fundamenta el gobierno corporativo “interno” supone una traba para su convergencia hacia el gobierno de los mercados. Siquiera sea por las diferentes posiciones de poder que otorgan los sistemas de control interno a los accionistas sobre el conjunto de todos los grupos sociales interesados (“*stakeholders*”), a las que los primeros difícilmente renunciarán de no mediar los oportunos cambios legislativos.

4.5. Hacia la convergencia entre los modelos de gobierno de las empresas

Una hipótesis plausible a favor de la convergencia entre los modelos de gobierno de empresas es la armonización

“de mínimos” que inspira los más recientes códigos de buen gobierno emitidos por organismos supranacionales. Estos códigos, en su origen y ya fuesen el “Informe Cadbury” (1992) en los países anglosajones o el “Informe Viénot I” (1995) en los países latinos, establecían simplemente unos estándares de información financiera y de rendición de cuentas por los Consejos. Fijaban recomendaciones y códigos de buenas prácticas, que se ajustaban a las características legales e institucionales de cada país, para garantizar los derechos de los accionistas y el funcionamiento eficiente de los mercados de capitales. En la actualidad, la mayoría de los países europeos disponen ya de “códigos de buen gobierno de las empresas” al estilo de esos ejemplos originarios. Sin embargo, la reciente publicación de “códigos de buen gobierno empresarial” por organismos supranacionales, como los elaborados por la OCDE (1999), el Banco Mundial (1999) y el Banco Internacional de Pagos (1999), ha cambiado radicalmente el panorama, al entender que el gobierno de una empresa se relaciona con la correcta definición de sus estrategias y la adecuada gestión de sus riesgos operativos, sean cuales sean su sector de operación y su estructura de propiedad; y que depende por ello de mecanismos disciplinarios tanto internos como externos.

Gráfico nº1: **Gobierno corporativo: mecanismos internos y externos**



Fuente: Adaptado de Banco Mundial: Corporate Governance: A Framework for Implementation.

El Gráfico nº1 ofrece una visión esquemática de la nueva concepción de los mecanismos del gobierno de empresas, que se extiende desde los accionistas hasta los grupos sociales interesados. Se atiende al marco legal específico del control “interno” de cada país, pero bajo la premisa de que el correcto funcionamiento de la dirección y de la gestión operativa de las empresas resulta vital para el sistema económico y social en su conjunto. Y de ahí la emergencia e importancia de los mecanismos externos, tanto privados como públicos; sintetizados éstos en el marco regulador. El gobierno de las empresas se escora de ese modo hacia la disciplina del mercado, cada vez más integrado y globalizado, asegurando al propio tiempo que la toma de decisiones empresariales siga una lógica procesal, respete sus obligaciones legales y contractuales y armonice los intereses de los directivos con los de los accionistas y los grupos de intereses sociales. Lo cual no obsta, evidentemente, para que la elección de las decisiones más adecuadas de cara a los resultados y a la creación de valor, siga siendo responsabilidad privativa de cada empresa.

Ante las diversidades nacionales, ya sean políticas, económicas o sociales, la nueva “arquitectura” del gobierno corporativo propugna la armonización de sus perspectivas “interna” y “externa”. La interna, en pro de la creación, maximización y sostenibilidad del valor; respetando las obligaciones legales y contractuales de las empresas y armonizando los intereses de accionistas y grupos de inte-

res presentes en las mismas. La externa, a favor de la promoción y funcionamiento de las empresas; asegurando su responsabilidad en el ejercicio de su poder de mercado y protegiendo los intereses de los grupos afectados, en general, por su actividad. Y todo ello, de cara a lograr un equilibrio entre objetivos individuales y colectivos que minimice paulatinamente las posibles divergencias entre rentabilidades privadas y sociales.

La base de ese planteamiento es la puesta a disposición del mercado de toda la información potencialmente relevante (“disclosure”) para cualquier decisión de inversión, apelando a una combinación adecuada de acciones regulatorias y voluntarias. La peculiaridad de cada sistema de gobierno corporativo podrá diferir, por tanto, entre países, entre sectores de operación o incluso entre empresas, Pero se inscribirán en una tendencia homogeneizadora que viene impulsada por la globalización de los mercados y que se manifiesta en actuaciones ante los mismos inspiradas por la transparencia, la imparcialidad y la asunción de responsabilidades. La competencia entre las grandes empresas internacionalizadas se establece en términos de precio y calidad de sus productos y servicios, tanto como en el coste y cuantía de los recursos financieros demandados según su clase de riesgo; pero también en el coste y eficacia de sus regímenes de gobierno corporativo. La evaluación comparada de éstos por los inversores internacionales requiere rendición de cuentas –precisa, en forma y a tiempo–, transparencia,

asunción de responsabilidades –por parte de administradores, consejeros y directivos–, tutela y trato equitativo de los derechos de los accionistas, y reconocimiento del papel desempeñado por los grupos de interés.

A partir de la aplicación de esos puntos mínimos, incluso pierde trascendencia el hecho de que el gobierno de las empresas sea “externo” y se base en controles dispersos, o “interno” y se fundamente en una estructura concentrada de propiedad. Los principios del gobierno de empresas de la OCDE, y de los diversos organismos que han recogido su inspiración, pretenden hacer “contestable” el mercado del gobierno corporativo, de forma que sea compatible tanto con la financiación directa e intermediada que definen en la actualidad los modelos híbridos “banca-industria” como con los mecanismos disciplinarios que provengan, indistintamente, de los sistemas internos y externos de supervisión y control empresarial. Bajo las premisas, claro es, de que mercados e intermediarios cumplan con sus respectivas funciones de cara a la “monitorización” de las empresas, mediante sistemas bancarios correctamente regulados en pro de su solvencia y con sistemas de control de empresas (bancarias) desarrollados, y a través de mercados de acciones y deuda transparentes, eficientes y líquidos.

5. SÍNTESIS Y CONCLUSIONES

Hemos realizado en este trabajo una sucinta caracterización de los sistemas

de relaciones existentes entre los sistemas financieros y la economía real, tradicionalmente denominados “banca-industria”, para destacar que no existen razones concluyentes a favor de ninguna de sus modalidades extremas y que el propio desarrollo de los sistemas financieros los lleva hacia formas híbridas de relación entre el ahorro y sus colocaciones productivas, en las que coexisten cada vez en mayor medida formas directas e intermediadas. En relación con ello, y puesto que la titularidad de los activos financieros emitidos por las empresas implica derechos sobre la dirección, supervisión y control de las mismas, el trabajo ha caracterizado también los sistemas de gobierno de empresas y las formas extremas que pueden ofrecer, con base en mecanismos internos o externos. En los que, asimismo, se ha detectado una tendencia hacia la uniformidad, mediante la convergencia de dichos mecanismos hacia el gobierno de los mercados y bajo los auspicios de una serie de normas mínimas de actuación, inspiradas en los códigos de buen gobierno propuestos por diversos organismos multinacionales.

Del análisis de la literatura sobre los modelos “banca-industria” se deduce, en primer lugar, que su vigencia en cada país está influida por factores históricos, idiosincrásicos e institucionales, entre los que destacan las relaciones previas entre los intermediarios financieros y las empresas, el sistema impositivo, la legislación concursal y la estructura y dimensión media del propio sector

empresarial a financiar. Dichos factores, sin embargo, carecen hoy del poder demarcador que tuvieron antaño para plasmar sistemas basados en la financiación bancaria y sistemas basados en los mercados financieros, de acciones y deuda. En segundo término, se deduce de la literatura disponible que no hay ningún modelo que ofrezca ventajas comparativas determinantes sobre otro, ni desde la perspectiva de la eficiencia global del sistema ni desde las particulares aproximaciones que pueden hacerse desde el sector empresarial o el sistema bancario.

El desarrollo de los sistemas financieros lleva implícitas las fuerzas del cambio en los sistemas “banca-industria” hacia patrones híbridos de financiación directa e intermediada, que superan la distinción originaria entre entidades bancarias y mercados. Entre esas fuerzas impulsoras hacia la homogeneización en la complejidad de las relaciones “sistema financiero-sistema real”, se encuentran la competencia internacional, la desregulación, la desintermediación, la inversión institucional, la “titulización”, la explotación de ventajas comparativas y complementariedades de los intermediarios financieros, y la emergencia de agentes no financieros con reputación ante los mercados. Por otro lado, la financiación crediticia, como actividad prioritaria de los bancos en sus relaciones con el sector empresarial tiende a perder relevancia, incluso en los países de la Unión Europea que tradicionalmente se basaban en la financiación inter-

mediada bancaria. Su lugar se ocupa paulatinamente por la inversión institucional y los inversores individuales, que escoran también por estas vías las relaciones “banca-industria” hacia formas híbridas y complejas.

El gobierno de las empresas, por último, se relaciona con las formas de financiación del sector empresarial, en cuanto que la titularidad de los activos financieros emitidos por las empresas incorpora derechos decisorios, de supervisión y de control sobre las actuaciones de los directivos empresariales. Esa “monitorización” sobre las empresas se basa en los mecanismos tanto internos como externos, que pueden ejercer respectivamente las formas de financiación intermediadas y directas al sistema real. Los mecanismos de carácter interno tienen un elevado componente legal, están influidos por las fuentes del derecho de cada país y se ven condicionados por desarrollos estatutarios que no siempre resultan concordantes con la defensa de los derechos de los accionistas o de los grupos de interés presentes en las empresas. Los mecanismos de mercado o externos, pese a no estar exentos de limitaciones en la práctica, se destacan como la vía idónea para disciplinar las actuaciones directivas y armonizarlas con los intereses de accionistas y grupos de interés, al tiempo de velar porque sus decisiones sigan una lógica procesal y respeten las obligaciones legales y contractuales de las empresas. Se propugna así la orientación del gobierno de empresas hacia el modelo de

control y vigilancia por los mercados, pero con respeto del marco legal de control interno vigente en cada país y con independencia de las relaciones

“banca-industria” imperantes, según los principios que inspiran los códigos de buen gobierno empresarial “de mínimos” como el de la OCDE.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ALLEN, F. (1993): "Stock markets and resource allocation". En: MAYER, C. y VIVES, X. (Eds.): *Capital Markets and Financial Intermediation*. Cambridge. Cambridge University Press, pp. 81-108.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (1999): *Enhancing Corporate Governance For Banking Organisations*. Risk Management Group, Basel Committee on Banking Supervision. Basilea.
- CADBURY, A. (1992): *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*. Gee Publishing. London
- DAVIS, S. y LANNOO, K. (1998): "Shareholder Voting in Europe". Centre for European Policy Studies, *mimeo*.
- DE NEDERLANDSCHE BANK (1999): "The significance of the European capital market for corporate financing". *Quarterly Bulletin* (December), pp. 31-39.
- DIAMOND, D. (1984): "Financial Intermediation and Delegated Monitoring". *Review of Economic Studies*, nº 51, pp. 393-414.
- EDWARDS, J. y FISCHER, K. (1994): *Banks, Finance and Investment in Germany*. Centre for Economic Policy Research. Cambridge University Press. Cambridge.
- EUROPEAN CENTRAL BANK (ECB) (1999): *Possible effects of EMU on the EU banking systems in the medium to long run*. Frankfurt (Febrero).
- EUROPEAN COMMITTEE OF CENTRAL BALANCE SHEET OFFICES (2000): *Corporate Finance in Europe from 1986 to 1996*. Own Funds Working Group.
- FISHER, I. (1930): *The theory of interest*. Macmillan. Nueva York. La reimpression de 1965, con igual título, es de August M. Kalley Publisher. Nueva York.
- FRANKS, J. y MAYER, C. (1992): "Capital Markets and Corporate Control: A Synthesis of the International Evidence". *IFA Working Paper* 127-90. London Business School.
- GUAL, J. (1999): "Deregulation, integration and market structure in European banking". *European Investment Bank (EIB) Papers*, Vol. 4, nº 2, pp. 34-49.
- HELLWING, M. (1991): "Banking, Financial Intermediation and Corporate Finance". En GIOVANNINI, A. y MAYER, C. (Eds.): *European Financial Integration*. Cambridge University Press. Cambridge.
- HIRSHLEIFER, D. (2001): "The Blurring of Boundaries between Financial Institutions and Markets". *Journal of Financial Intermediation*. Vol. 10, nº 3/4, pp. 272-275.
- HURST, CH.; PERÉE, E. y FISCHBACH, M. (1999): "On the road to wonderland? Bank restructuring after EMU". En EUROPEAN INVESTMENT BANK (1999): *European Banking after EMU*. European Investment Bank, pp. 83-104.
- JENSEN, M. y MECKLING, W. (1976): "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics*, nº 1, pp. 305-360.
- KROZSNER, R.S. y STRAHAN, P.E. (2001): "Bankers on boards: monitoring, conflicts of interest, and lender liability". *Journal of Financial Economics*. Vol. 62, nº 3, pp. 415-452.
- LA PORTA, R., LOPEZ DE SILANES, F., SHLEIFER, A. y VISHNY, R.W. (1998): "Law and finance". *Journal of Political Economy*. Nº 106, pp. 1113-1155.
- LA PORTA, R., LOPEZ DE SILANES, F., SHLEIFER, A. y VISHNY, R.W. (1999): "Investor protection and corporate governance". *Working Paper*. Harvard University. Cambridge, MA.
- LANNOO, K. (1999): "A European Perspective on Corporate Governance". *Journal of Common Market Studies*, Vol. 37, nº 2, pp. 269-94.
- LELAND, H. y PYLE, D. (1977): "Information asymmetries, financial structure and financial intermediation". *Journal of Finance*, nº 32, pp. 371-387.
- MAROTO, J.A. (1993): "La financiación empresarial y el sistema financiero". *Economía Industrial*, nº 293 (sept.-oct.), pp. 77-88.
- MAROTO, J.A. y MELLE, M. (2000): "Public Administration as Stakeholders in Spanish Savings Banks". En: SCHUSTER, L. (Ed.): *Shareholder Value Management in Banks*. Macmillan. London, pp. 113-33.
- MAYER, C. (1990): "Financial systems, corporate finance and economic development". En: HUBBARD, G.R. (Ed.): *Asym-*

- metric Information, Corporate Finance, and Investment*. University of Chicago Press. Chicago.
- (1988): "New Issues in corporate finance". *European Economic Review*, nº 32, pp. 371-387.
- MELLE, M. (1997): "La actividad financiera de las grandes superficies. Caracterización de sus modelos de comportamiento". *Perspectivas del Sistema Financiero*, nº 57, pp. 11-34.
- MODIGLIANI, F. y MILLER, M.H. (1958): "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment". *American Economic Review*, vol. 48 (junio), pp. 261-297.
- MYERS, S.C. y MAJLUF, N.S. (1984): "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have". *Journal of Financial Economics*, vol. 13 (junio), pp. 187-221.
- NESTOR, S. y THOMPSON, J.K. (2000): *Corporate Governance Patterns In OECD Economies: Is Convergence Under Way?*. Directorate for Financial, Fiscal and Enterprise Affairs. OECD.
- OECD (1999): *Principles of Corporate Governance*. Directorate For Financial, Fiscal And Enterprise Affairs, Ad Hoc Task Force on Corporate Governance. París.
- OECD (2000): *Bank Profitability; Financial Statements of Banks*. OECD. Bruselas.
- OCHOA, J. L. (1993): "Una revisión de la relación entre la banca y la industria en España". *Economía Industrial*, nº 293, pp. 89-102.
- RAJAN, R. y ZINGALES, L. (1995): "What do we know about capital structure? Some evidence from international data". *Journal of Finance*, nº 50, pp. 1421-1460.
- RAYMOND, J.L.; MAROTO, J.M. y MELLE, M. (1999): "Inversión y crecimiento empresarial: Factores condicionantes". *Papeles de Economía Española*, nº 78-79, pp. 102-121.
- SALAS, V. (1998): "El Gobierno de la Empresa". *Document d'Economia Industrial* nº 11, Centre d'Economia Industrial. Barcelona.
- SAUNDERS, A. (1994): *Financial Institutions Management: a modern perspective*. Irwin. Sydney.
- STIGLITZ, J.E. y WEISS, A. (1981): "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information". *American Economic Review*, nº 71, pp. 393-410
- VIÉNOT, M. (1995): *Le Conseil d'Administration des Sociétés Cotees*. Rapport du groupe de travail: Association Française des Entreprises Privées et Conseil National du Patronat Français. París.
- WATSON, N. (1999): "El canal del crédito bancario. Un análisis empírico con datos empresariales". *Boletín Económico* (mayo), Banco de España, pp. 29-35.
- WORLD BANK (1999): *Corporate Governance: A Framework for Implementation*. Prólogo de Sir Adrian Cadbury. www.worldbank.org/html/fpd/privatesector/cg