

Recibido: 05.04.05
Aceptado: 12.04.05

Los modelos de financiación en Europa. Evidencia empírica del Proyecto BACH

Autores: Susana de los Ríos Sastre y José Manuel Rodríguez Carrasco
Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales
Universidad Pontificia Comillas de Madrid

Resumen

El presente trabajo parte del interrogante sobre si existen varios modelos de financiación en Europa. La pregunta tiene su relevancia a la vista de la convergencia que se está produciendo en una serie de ámbitos. En esta línea de pensamiento se revisa la literatura sobre la existencia de dos modelos de gobierno corporativo y su influencia en el modo de financiarse las empresas europeas. Los resultados empíricos, que se presentan en este trabajo, apuntan a que no sólo no se ha alcanzado la implantación de un único modelo sino que además coexisten los dos modelos tradicionales y los patrones de financiación de cada país.

Palabras clave: Unión Europea, gobierno corporativo, modelos de financiación, estructura de la propiedad, proyecto BACH.

Abstract

The present paper deals with the questions whether there are two financial models in Europe, derived from the existence of two corporate governance models. The research based on the BACH project shows that there is not a single financial model and the coexistence of the two financial models with the particular characteristics of each country.

Key words: European Union, corporate governance, financial models, ownership structure, BACH database.

I. Introducción

Al reflexionar sobre la realidad empresarial en Europa y su financiación muchas preguntas vienen a nuestra mente y no todas ellas encuentran una respuesta rápida y firme. Nos cuestionamos fundamentalmente si existen modelos de financiación en Europa, o dicho de otra forma, si las empresas europeas muestran, en la actualidad, un modelo de financiación único. Nos hacemos esta pregunta porque la opinión que tenemos al respecto parece que no coincide exactamente con la evolución de acercamiento que han seguido los países europeos en las últimas décadas en otros ámbitos.

Estas posibles diferencias en los modelos de financiación no deben extrañarnos. Europa camina todavía hacia una convergencia en aspectos legales, fiscales, laborales y financieros, entre otros. La historia de los últimos años de la hoy UE ha sido un lento deambular.

Es inevitable recordar que han transcurrido ya más de cincuenta años desde que un grupo de países europeos decidió unir sus fuerzas para mejorar su posición competitiva en el mercado internacional. El proyecto de integración europea, que comenzó atendiendo a intereses económicos, se ha ido extendiendo a otros ámbitos (legal, social, monetario, entre otros) y ha contado con la participación de nuevos Estados. Desde la creación de la Comunidad Económica Europea (CEE) en 1957, o incluso antes, desde el nacimiento de la Comunidad Europea del Carbón y del Acero (CECA) en 1951, hasta la actual Unión Europea (UE) de los 25, numerosos acontecimientos han marcado el proceso de aproximación entre los países comunitarios. No obstante, a pesar de los grandes avances vividos en el seno de la UE, aún nos encontramos ante una Europa variopinta.

A día de hoy son lógicos y evidentes los desequilibrios entre la denominada Europa de los Quince¹ y aquellos países implicados en la última ampliación² de mayo de

¹ Alemania, Austria, Bélgica, Dinamarca, España, Finlandia, Francia, Grecia, Holanda, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Reino Unido, Portugal y Suecia.

² Chipre, Eslovaquia, Eslovenia, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Malta, Polonia y República Checa.

2004. No podemos dejar de lado, por ello, las desigualdades que todavía persisten entre los países de la antigua UE, como puede ser el empleo de una moneda común. Así pues, estamos ante una realidad empresarial heterogénea de la cual tomamos más conciencia cuando nos adentramos en la financiación y tropezamos con unidades monetarias diferentes y con una falta de información considerable, sobre todo para la Europa ampliada.

II. Los modelos de gobierno corporativo y su importancia en el modo de financiarse las empresas

El gobierno corporativo refiere a las interrelaciones que existen entre la dirección de una empresa, su consejo de administración, sus accionistas y otros grupos de interés social (OCDE, 1999). En algunos ámbitos se utiliza la palabra gobernanza, no muy al uso en nuestros días aunque está en el Diccionario de la Lengua. Aquí utilizaremos esta palabra por ser más amplia y porque se emplea cada día más al tratar estos temas; también carece de algunas de las connotaciones de la palabra gobierno.

Habría que decir, en primer lugar, que en Europa coexisten dos modelos de gobernanza empresarial. Estos dos modelos conocidos como modelo anglosajón y continental obedecen a unas características, tradiciones, y sistemas legales diferentes, cuyos rasgos fundamentales aparecen reflejados en las figuras nº 1 y nº 2 que se exponen a continuación.

Figura 1

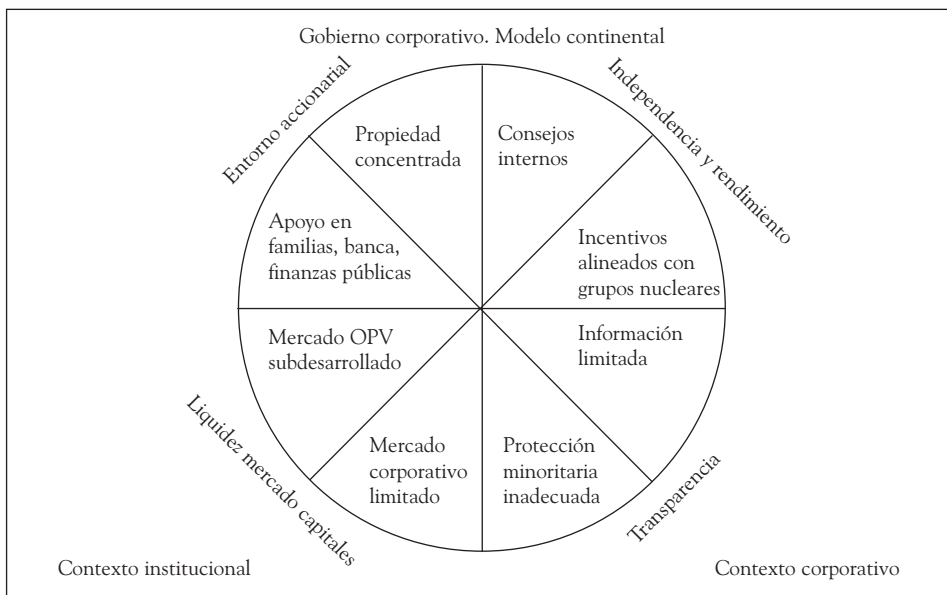
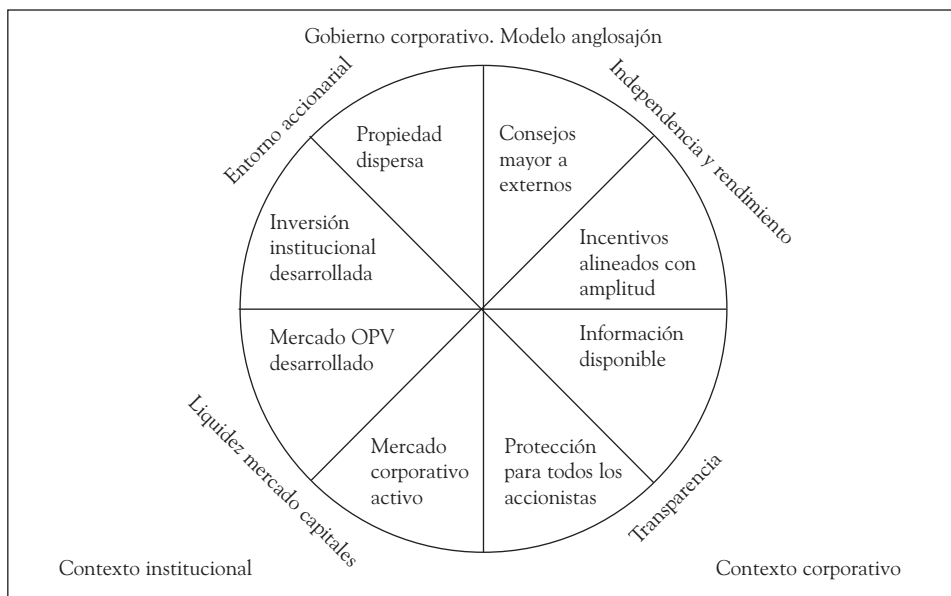


Figura 2



Dentro de cada uno de estos modelos cabría distinguir el contexto institucional y el corporativo, entendiendo por contexto institucional el entorno de las instituciones que afectan a la gobernanza de la empresa y por contexto corporativo el que dirige su mirada a la gobernanza interna de la empresa. A su vez, dentro del contexto institucional se contempla quiénes son los accionistas y el grado de liquidez del mercado de capitales en que la empresa se mueve. En cuanto al contexto corporativo se fija la atención en la transparencia en la gestión de los administradores empresariales y el grado de independencia del consejo de administración para tomar decisiones. Es evidente que la existencia de modelos de financiación diferentes se apoya en el contexto institucional, pero este contexto tiene su reflejo en el contexto corporativo como fácilmente se puede presumir.

Desde el punto de vista financiero las principales diferencias entre ambos modelos radican en la protección de los accionistas minoritarios, en la participación bancaria, en la financiación empresarial y en la concentración de la propiedad.

En el modelo de gobernanza anglosajón, cuando se mira al entorno accionarial, se observa, en primer lugar, que la propiedad de la empresa no está concentrada en unas pocas manos; o lo que es lo mismo, que los propietarios de las acciones son muchas personas, físicas o jurídicas, al tiempo que la inversión institucional está desarrollada. Estas instituciones, que se han especializado en financiar las empresas son fundamentalmente fondos de pensiones o compañías de seguros.

En cuanto al mercado de capitales, hay un desarrollo de oferta pública de venta

de acciones por parte de las empresas para conseguir financiación en el mercado de capitales; los inversores acuden a las ofertas de esos mercados porque saben que tienen un alto grado de liquidez y, en cualquier momento, pueden recuperar sus inversiones vendiendo sus acciones en el mercado de capitales. Esta misma característica de facilidad de compra y venta hace que el mercado corporativo, es decir, que la compra y venta de empresas sea muy activa.

El contexto corporativo de este modelo es un reflejo –como se dijo más arriba– del contexto institucional. Así la mayoría de los miembros de los consejos de administración son externos, lo que garantiza una mayor independencia del consejo frente a los administradores de las empresas. Los incentivos económico-financieros están alineados con la amplitud de los accionistas y no con unos grupos determinados como podrían ser los administradores o algún grupo inversor concreto. La información que emana de la empresa respecto de sus actuaciones es amplia y está fácilmente disponible, sobre todo, para los interesados. Y, finalmente, nos encontramos con los accionistas minoritarios y sus derechos, como son el derecho a percibir el dividendo y el derecho a tener información, derechos que están ampliamente protegidos en el modelo anglosajón. Como se ve, estas características del modelo anglosajón se refuerzan unas a otras pues al existir una mayor protección de los accionistas minoritarios éstos acuden a una bolsa con un elevado grado de liquidez y un mercado corporativo activo y esto, a su vez, explica que la propiedad esté dispersa y no concentrada en unas pocas manos.

El modelo de gobernanza continental es la antítesis del modelo anglosajón cuyas líneas maestras se acaban de describir. Así, en el modelo anglosajón se encuentran muchos accionistas dispersos, en el continental el grado de concentración o la existencia de bloques de accionistas es mayor. Donde en uno hay inversores institucionales muy desarrollados, en el otro se apoyan en familias, bancos o cajas de ahorro, e incluso en finanzas públicas. El mercado de oferta pública de ventas no tiene el grado de desarrollo del modelo anglosajón, y como consecuencia, nos encontramos con un mercado corporativo más limitado.

En el seno del consejo de administración suele haber mayoría de consejeros internos, con lo que el grado de independencia del consejo respecto de los administradores es menor. Los incentivos están alineados con los grupos nucleares o bloques de propietarios de la empresa. La información es limitada pues no hay mucho interés en difundirla, ya que los pocos grupos interesados disponen de ella y, como corolario, los intereses de los accionistas minoritarios no están protegidos ni por la legislación ni por el propio consejo en la medida que lo están en el modelo anglosajón.

III. ¿Por qué existen estos dos modelos?

Estos dos modelos no nacen por generación espontánea o porque alguna autoridad haya decretado su existencia y aplicación con las características que se acaban

de mencionar, sino que obedecen, según la tesis que denominamos dominante, a una tradición legal que tiene su influencia, una vez más, en el modo de financiarse las empresas. Hay otra tesis contraria que mantiene que los sistemas legales no han influido en la formación de los modelos, sino que la existencia de los propios modelos es la que ha provocado un modelo legal concreto. A continuación se exponen brevemente estas dos tesis contrarias.

III.1. Los modelos de gobernanza empresarial son la consecuencia de un sistema legal

Las dos tradiciones legales que coexisten en Europa, y en otras partes del mundo, son: La denominada tradición de *common law* o derecho común y el derecho civil francés. Ambas tienen que ver con diferentes modos de protección de los derechos de los accionistas y los acreedores (La Porta, López Silanes, Shleifer y Vishny, 1998). Los países en los que se aplica el derecho común o *common law* son los que ofrecen una mayor protección para los accionistas y acreedores minoritarios. Mientras que los países de la ley civil francesa, y países de esta tradición legal, ofrecen una protección más débil, si bien pueden localizarse entre ambos modelos la legislación germánica y la nórdica. Asimismo, parece seguirse de la afirmación anterior que cuando existe alta concentración de la propiedad es cuando menos protegidos están los derechos de los minoritarios y a menor concentración, mayor protección de los minoritarios.

Y ¿de qué derechos estamos hablando? Los derechos fundamentales de los accionistas son: El derecho a recibir dividendos cuando éstos se distribuyen y el derecho a elegir los directores de la empresa. No hay que olvidar que, aparte de los derechos de los accionistas o propietarios de la empresa, existen también en la empresa los proveedores de recursos ajenos o acreedores que también tienen sus derechos que se resumen en el cobro de los intereses, el principal a su vencimiento y la ejecución de las garantías asociadas al préstamo cuando la empresa incumple sus compromisos.

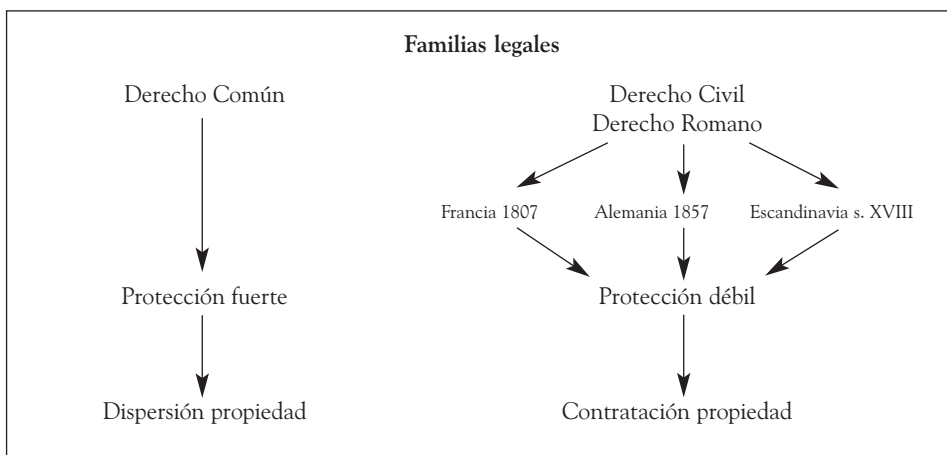
La protección que ofrece la ley es importante porque ello condiciona a la actitud de los posibles accionistas y acreedores a prestar su financiación a las empresas. Esta protección legal aporta una explicación plausible de las diferencias existentes en la financiación de las empresas de varios países, por ejemplo la reticencia de las empresas italianas a acudir al mercado de capitales, es decir, la bolsa de valores, la pequeñez relativa de la bolsa alemana y el poder de sus bancos en la gobernanza de sus empresas, así como la dispersión de propietarios/accionistas en el Reino Unido y Estados Unidos.

Las leyes, como se dijo con anterioridad, no parten de cero sino que proceden de lo que se podría denominar familias legales. Estas familias legales se han extendido a otros territorios por medio del imperialismo, la conquista territorial y la imitación de los sistemas legales. Aunque no existen dos países que tengan la misma legislación, sí podemos asignar a varios países a distintas familias legales o tradiciones.

Así el código comercial francés, promulgado en 1807 bajo el reinado de Napoleón, se extendió debido a sus conquistas bélicas a Bélgica, Holanda, Italia y las regiones occidentales de Alemania. Su influencia también ha sido significativa en Luxemburgo, Portugal y España y por medio de estos dos últimos países a la América Latina.

El código comercial alemán, que data de la época de Bismarck en 1897, no tuvo una adopción tan extensa como el código francés, quizá porque fue escrito más tarde y ya se había implantado el código francés en una serie de países; Con todo, ha tenido influencia en el desarrollo legal de Austria, la República Checa y Eslovaquia, Grecia, Hungría, Suiza y la antigua Yugoslavia.

Figura 3



La familia legal escandinava aunque se le adscribe a la familia del derecho común, no ha tenido una influencia tan fuerte del Derecho Romano como la legislación francesa o alemana. Sus códigos datan del siglo XVIII, se dice que los países nórdicos, en cuanto al sistema legal se refiere, son parecidos entre ellos, pero distintos de los otros.

El derecho común implantado en el Reino Unido y los países de su área de influencia se nutre de las sentencias judiciales, de la jurisprudencia y no tanto de las doctrinas como ocurre en los países de derecho civil, es decir, en estos países los jueces aplican la doctrina, el derecho escrito en la ley.

III.2. La tesis opuesta

La tesis opuesta, que hoy por hoy no tiene tantos seguidores en la comunidad científica, mantiene que no es el sistema legal el que condiciona los modelos de finan-

ciación, sino que el sistema legal en realidad sanciona y reconoce la realidad financiera existente. La discusión no es baladí, sobre todo pensando en el futuro de los modelos de financiación en Europa y en la protección de los accionistas minoritarios.

Para los partidarios de la tesis dominante, cuando se piensa en términos de convergencia europea en lo que se refiere a modelos de financiación, está muy claro que la legislación puede favorecer la implantación de un modelo único y recabar un mayor grado de protección para los accionistas minoritarios.

Quienes mantienen la tesis opuesta, la norma reconoce la situación de modelo de gobernanza y financiación en vigor, observan el peligro de construir toda una parafernalia legal que no consiga el fin perseguido y apoyan la diversidad de modelos y de protección de los accionistas actuales. Por otro lado, estos mismo autores reconocen que reformas graduales con el objetivo de alcanzar una cierta armonización pueden resultar interesantes, pero se repite que no confían en una implantación legal que desde el primer momento ponga en vigor un modelo único (Ferrán, 2004 y Coffee, 2001).

Curiosamente los autores partidarios de la tesis opuesta no hablan de un modelo de gobernanza anglosajón y continental, sino que denominan estos modelos como:

- a. *Sistema de propiedad dispersa*. Que se caracteriza por un mercado de capitales fuerte, unos estándares de información muy rigurosos, gran transparencia del mercado y cuyo mecanismo disciplinar es el mercado por el control empresarial.
- b. *Sistema de concentración de la propiedad*. Su primera característica es la existencia de grandes bloques de accionistas o propietarios, mercados de capitales débiles, poca información y transparencia del mercado y el mecanismo disciplinar no es el control empresarial sino el sistema de vigilancia de los grandes bancos y en el caso español se podría añadir que las cajas de ahorro.

En su exposición afirman que, en primer lugar, el crecimiento de los mercados de valores y la dispersión de la propiedad se relacionan, más que con normas legales, con la existencia de un sector privado libre de interferencias gubernamentales. En países con una política económica descentralizada y pluralística se favoreció el crecimiento de los mercados de capitales al permitir a los emprendedores particulares diseñar técnicas de financiación que hicieran sus promesas creíbles. Mientras que en economías centralizadas el gobierno estimó que los grandes bancos cumplirían mejor la función de desarrollar el mercado. Históricamente se observa que los primeros mercados de capitales fuertes nacieron en Ámsterdam y Londres, dos sociedades que tenían sistemas legales diferentes, pero ambas sociedades tenían un elevado grado de descentralización.

En segundo lugar, la existencia de grandes bloques de accionistas es propia de economías centralizadas donde el poder gubernamental y el papel de los bancos es

fuerte y preponderante y tienden a proteger a estos grandes bloques y a aislarlos de una mayor competencia.

En último lugar, se afirma que la existencia de mercados fuertes como la Bolsa de Nueva York y la de Londres, dos mercados con un elevado grado de liquidez y propiedad dispersa, solicitaron en su momento un sistema legal que llenara los vacíos que la autoregulación de sus propios organismos había sido incapaz de llenar. Así se explica la legislación federal de EE UU en la década de 1930 (*Securities Exchange Act*) y *Company Act* en los años 40 en el Reino Unido.

Estos autores mantienen que el surgimiento de fuertes mercados de capitales, en la Europa continental, con un elevado grado de transparencia y liquidez, irá seguido de un sistema legal acorde con la situación.

IV. Propiedad y concentración

En este punto se discute si el sistema legal condiciona la gobernanza y financiación empresarial o al revés. Los partidarios de la tesis dominante insisten que en aquellos países donde la protección de los inversores es más débil tiende a haber una mayor concentración de la propiedad y apuntan dos razones para ello. En primer lugar, los grandes inversores que desean controlar a los directivos necesitan tener una mayor participación en el capital para ejercer ese control y evitar que los directivos tomen decisiones contra los intereses de los propietarios. ¿Cuáles podrían ser estas decisiones de los directivos que atenten contra la propiedad de la empresa? Pues desde subirse desmesuradamente los sueldos hasta embarcarse en aventuras empresariales que a ellos les pueden dar prestigio, como una expansión empresarial, pero que puede ser nefasta para los intereses de la empresa.

En segundo lugar, cuando los accionistas minoritarios no tienen la suficiente protección solamente están dispuestos a comprar acciones cuando su precio es bajo y les resulta atractivo, esta demanda tan baja, de posibles accionistas minoritarios, estimula, indirectamente, la concentración de los grandes accionistas.

IV.1. El panorama de los grandes bloques

Hay toda una serie de estudios sobre la dispersión de la propiedad en varios países del mundo y las características de los mayores propietarios. En esta línea Bilbao (Bilbao, 2004) presenta un cuadro resumen de diversas investigaciones sobre la dispersión de la propiedad que reproducimos en la tabla nº 1.

Tabla 1

	Estados Unidos	Reino Unido	Canadá	Francia	Alemania
Dispersión de la propiedad	Muy alta	Alta	Baja	Media	Baja
Composición de la propiedad	Accionistas individuales, Fondos de pensiones, de inversión y similares	Fondos de pensiones, de inversión y similares	Familias, Empresas	Empresas, Estado	Empresas no financieras, Bancos

Estos datos sobre la existencia de grandes bloques de accionistas en países que siguen el modelo de gobernanza continental son confirmados por Colin Mayer (Mayer, 1999) quien afirma que la media de grandes bloques que controlan las empresas se mueven entre 34% para el caso de España y 52% para Austria, mientras que la media de grandes bloques en el Reino Unido no llega al 10% y en Estados Unidos está por debajo del 5%. En la misma línea se inscribe la reciente investigación de los profesores de Miguel, Pindado y de la Torre (de Miguel, Pindado y de la Torre, 2004).

Para el caso concreto de España, Bilbao (Bilbao, 2004) observa un evolución de los grandes bloques de accionistas de las 35 empresas que comprenden el IBEX 35 español. Así el porcentaje de participación directa sobre la propiedad que tienen los tres mayores accionistas era 30,6% en el año 2000 y había sido 38,9% en 1995, lo cual supone una disminución del 21%. Descenso que la autora atribuye a las privatizaciones que tuvieron lugar entre esas dos fechas y las operaciones de OPV que tuvieron lugar en el mismo periodo temporal en los mercados españoles.

Quizá el estudio más completo y que confirma la existencia de estos modelos en Europa es el llevado a cabo con una amplia perspectiva internacional por Becht y Röell (Becht y Röell, 1999) cuyo resumen aparece en la tabla nº 2. Se puede apreciar que en el continente europeo se decantan por los grandes bloques de accionistas, algo diferente de lo que ocurre en el Reino Unido y en mayor medida en EE UU. En el continente europeo el mayor bloque lo ostenta Italia con 54,53% y el más reducido las empresas de la Bolsa de París (CAC 40) con un 20%. Resulta curioso observar que cuando los datos de un país se aportan por una doble vía, el estudio de empresas en general y de las empresas de ese país que cotizan en Bolsa, caso de Bélgica y Alemania, los bloques de las empresas cotizadas son menores. Seguramente esta situación se podría confirmar para el caso de Francia, pero para este país sólo tenemos datos de las empresas que cotizan en la bolsa.

Tabla 2
Bloques de accionistas mayoritarios en Europa y Estados Unidos

País	Número de empresas observadas	Media del mayor bloque (%)
Austria	50	52,0
Bélgica	121	50,6
Bélgica, BEL 20	20	45,1
Alemania	374	52,1
Alemania, DAX 30	30	11,0
España	193	34,2
Francia, CAC 40	40	20,0
Italia	216	54,53
Holanda	137	43,5
Reino Unido	250	9,9
EE UU, NYSE	1309	Por debajo del 5%
EE UU, NASDAQ	2831	Por debajo del 5%

A la vista de estos datos, se podría concluir que una concentración elevada de la propiedad de la empresa facilita el control de ésta. La pregunta que está en la mente de todos es si esta concentración de la propiedad resulta más rentable para el accionista. O, en otras palabras, qué modelo de gobernanza empresarial es mejor para el accionista. Nos encontramos de nuevo ante un debate abierto donde la respuesta es la clásica de los economistas “Depende”. Recientemente Vicente Salas (Salas, 2004) viene a decir que en la década de los 80 debido al crecimiento económico de Alemania y Japón se pensó que el modelo de gobernanza y de financiación continental era más apropiado. Más tarde en la década de los 90 el crecimiento económico se trasladó a EE UU y se discutió si su modelo de gobierno y financiación era el más adecuado. Pero fue en esta época donde aparecieron una serie de escándalos financieros, tanto en el mundo anglosajón, como en el continental que eran esgrimidos por los partidarios de uno y otro bando para probar la superioridad de su modelo.

En lo que a Europa se refiere hay todo un cuerpo de literatura sustentado por una investigación que nos dice que la rentabilidad de los accionistas o de las acciones cuando hay concentración de poder, tiene forma de campana, de manera que esta rentabilidad de las acciones va aumentando hasta un punto determinado y a partir de ese punto la concentración deja de ser tan rentable (Steen y Pedersen, 2000; De Miguel, Pindado y de la Torre, 2004). Bilbao también observa un leve descenso en las ratios ROA y ROE cuando disminuyen los bloques de los tres grandes grupos de accionistas entre 1995 y 2000 (Bilbao, 2004), pero en este último caso el descenso es tan leve que puede deberse a la intervención de otras variables.

IV.2. Características de los grupos de propietarios

Si esta concentración de poder resulta importante para entender los patrones financieros de las grandes empresas en la Europa continental, resulta igualmente elemental conocer la identidad de estos propietarios, puesto que no todos los propietarios se comportan de la misma manera, ni en cuanto a la financiación de los recursos propios, ni en cuanto al grado de control, ni en la facilitación de acceso a recursos ajenos. En esta línea de pensamiento podríamos distinguir cinco grupos accionistas mayoritarios con diferentes comportamientos como son:

1. Inversores institucionales.
2. Grupos familiares o familias
3. Bancos
4. Propiedad corporativa
5. Gobierno

Las características que muestran cada uno de estos grupos son las siguientes:

1. Inversores institucionales: Este grupo está formado por los diferentes fondos y sociedades de inversión, fondos de pensiones, mutualidades, incluso universidades y fundaciones. Sus mayores ventajas es que suelen tener disponibilidad de medios financieros, a lo que se añade una cierta aversión al riesgo, un horizonte temporal largo y una cartera diversificada. Según Bilbao (Bilbao, 2004) este grupo de inversores suelen exhibir los más altos estándares de diligencia y prudencia en sus inversiones debido al marco legal que regula su actuación, al ser representantes y administradores de fondos ajenos, están legalmente obligados a administrar con prudencia y diligencia todos los activos depositados a su cargo. Su obligación de representación y defensa de los intereses de un número cada vez mayor de individuos les provoca grandes dilemas en sus decisiones, pues a menudo tienen que elegir entre sus intereses como inversor o los intereses de los inversores que en ellos depositan sus fondos.

Dentro del grupo de accionistas mayoritarios quizá sean los que tiene menor participación y, por consiguiente, menos influencia en la conducta de los directivos. Por otro lado, las líneas de investigación apuntan también en el sentido de que las empresas donde estos inversores son mayoritarios suelen tener una rentabilidad económica superior.

2. Grupos familiares: Suelen jugar un doble papel, el de propietarios y directivos al tiempo. Los fundadores que han dotado de recursos a la empresa suelen tener muy claro el objetivo de la supervivencia de la empresa, y su aversión al riesgo suele ser elevada y tienden a racionar el capital pues no desean perder el control de la empresa.

3. Bancos: En EE UU los bancos no pueden propietarios de empresas y en el Reino Unido se suele evitar la propiedad. Su papel es muy importante en el modelo continental o germánico, donde los bancos actúan como proveedores universales de

capital. Las empresas tienen acceso privilegiado a las fuentes de financiación, no solo en términos de recursos propios y ajenos, sino también a fuentes de información. El racionamiento de capital no es tan estricto como en los grupos familiares. Con todo, investigaciones recientes (Maroto y Melle, 2000) señalan que aunque la participación bancaria en el capital tanto propio como ajeno de las empresas ha sido la tónica dominante en Europa, y lo sigue siendo, pero tiende a disminuir dando más peso a los inversores institucionales de los que se ha tratado arriba.

4. Propiedad corporativa: Aparece cuando existen lazos y cruces empresariales. Acuden en primer lugar a la mente los *keiretsu* en Japón, también se dan en Europa, aunque no en la misma medida, en Francia, Suecia y también España, se podría citar el ejemplo ilustrativo de Inditex, que aparte de la Empresa Zara y otras del textil por ser la más conocida, tiene más de 100 sociedades vinculadas y está presente en el sector inmobiliario e incluso naviero. Suele darse también esta situación cuando hay una integración de empresas a lo largo de una cadena vertical de valor. Aquellas que tienen la categoría de multinacional generalmente utilizan este modo de financiación e inversión directa en otras empresas antes que exportar sus productos desde la sede central. En cuanto a la financiación, presenta la ventaja de pertenecer a un grupo empresarial y tener casi garantizada la financiación de sus actividades, pero con un coste de pérdida de flexibilidad y un control mutuo poco eficiente.

5. Propiedad gubernamental: Aunque la propiedad gubernamental ha descendido notablemente en los últimos años, por una serie de conocidas razones, existe todavía en algunos casos concretos y de un modo reducido.

V. Evidencia empírica de las empresas de la Unión Europea. ¿Cómo se concreta la financiación?

Una vez revisadas las principales particularidades financieras y legales que caracterizan el entorno financiero de las empresas europeas, echemos una mirada a la estructura financiera de dichas empresas para aquellos supuestos que tengamos datos concretos.

Encontramos hoy en día una variedad considerable de fuentes de información que nos permiten analizar los modos de financiación empleados por las empresas europeas; sin embargo, la situación se complica si pretendemos hacer comparaciones entre países, puesto que, necesitamos una homogeneidad en los datos que no siempre resulta sencillo conseguir. Esto nos lleva a realizar una primera división respecto a los países que actualmente forman parte de la Unión Europea, de tal forma que nos detenemos, en primer lugar, en las empresas de la Europa de los Quince y, posteriormente, expondremos la situación de los países recientemente adheridos.

En particular, para los países de la Europa de los Quince tenemos disponibles fuentes de información privadas, algunas de las cuales son conocidas publicaciones periódicas, tales como son el periódico *Financial Times*, o revistas como *Le Nouvel*

Economiste, *Fortune* o *Dinero* en nuestro país. No obstante, aunque de estas fuentes se obtenga una información muy valiosa, optamos en este trabajo por analizar los datos proporcionados por una fuente pública como es el proyecto BACH (*Bank for the Accounts of Companies Harmonised*), creado hace dos décadas por la Comisión Europea con el apoyo del Comité Europeo de Centrales de Balances. Esta base de datos³ contiene los Estados Financieros agregados de un importante número de empresas no financieras pertenecientes a once países de la Unión Europea, EE UU y Japón. En este momento los países pertenecientes a la antigua UE representados en el proyecto BACH son: Alemania, Austria, Bélgica, Dinamarca, España, Finlandia, Francia, Holanda, Italia, Portugal y Suecia. Las series de datos abarcan un rango máximo que va desde 1980 hasta 2003, sin embargo, como la disponibilidad de información varía bastante de un país a otro, las últimas cifras que exponemos en este artículo se refieren al año 2002.

La base de datos BACH presenta la información ordenada por país, sector de actividad y tamaño de las empresas. En cuanto a la ordenación sectorial, ofrece datos de seis sectores económicos lo que equivale a 23 ramas de actividad. En la clasificación por tamaño empresarial emplea el criterio de la cifra de negocios⁴ para agrupar las empresas en tres categorías: pequeñas (menor de 7 millones de euros), medianas (entre 7 y 40 millones de euros) y grandes empresas (mayor de 40 millones de euros). A pesar de los esfuerzos de mejora realizados por los organismos involucrados, las fuentes de información aún presentan diferencias que afectan, en ocasiones, a la comparabilidad entre países de los datos BACH. Esto es debido, entre otras razones, al diferente sistema de captación de los mismos, ya que en unos países la recogida de información es voluntaria y en otros es obligatoria. Existen igualmente diferencias⁵ provenientes del entorno contable y legal de cada país.

³ La disponibilidad de datos, según país y tipo de muestra analizada, puede consultarse en la siguiente dirección de Internet: http://europa.eu.int/comm/economy_finance/indicators/bachdatabase/2001/data1.pdf. Además, un mayor detalle sobre las características y limitaciones de BACH aparece en De los Ríos Sastre (2001) y en las memorias anuales de la Central de Balances del Banco de España.

⁴ Esta clasificación respetaba la Recomendación de la Comisión Europea vigente hasta enero de 2005 (Comisión Europea, 1996). Sin embargo, los baremos utilizados se han modificado tanto en los límites impuestos a la cifra de negocios como al balance general. El límite de volumen de negocios se aumenta hasta 10 millones de euros para las pequeñas empresas y hasta 50 millones de euros para las medianas empresas (Comisión Europea, 2003).

⁵ Hay que recordar en el objetivo inicial del Proyecto BACH fue aclarar las diferencias entre países, que la Comisión Europea había encontrado en estudios realizados sobre la situación económico-financiera de las empresas europeas. Se intentaba saber si los resultados tan desiguales se debían a causas reales, o bien, a factores relacionados con el sistema de registro y valoración de datos de cada país. En este sentido y con el propósito de averiguar la razón de las diferencias que se observaban en la comparación de los datos contables de varios países, hace unos años, los profesores Genescà y Salas publicaron un artículo donde mantenían, desde la óptica de España, que las diferencias observadas en los datos contables de las empresas españolas respecto a otros países europeos, se debían al diferente grado de desarrollo de nuestro país y a su falta de convergencia con Europa (Genescà y Salas, 1995).

Para tener una idea más concreta sobre las características de la información considerada más adelante, se expone en la tabla nº 3 una síntesis de la muestra de empresas cuyas estructuras financieras se analizan en este apartado, ordenado por país. El número de empresas contenido en la base de datos BACH, conforme aparece en la última Memoria Anual publicada por la Central de Balances del Banco de España, asciende a casi 136.000 empresas, de las cuales sólo un 5,7% corresponde a empresas de gran tamaño y un 94,3% a pequeñas y medianas empresas.

Tabla 3
Número de empresas contenidas en la base de datos BACH

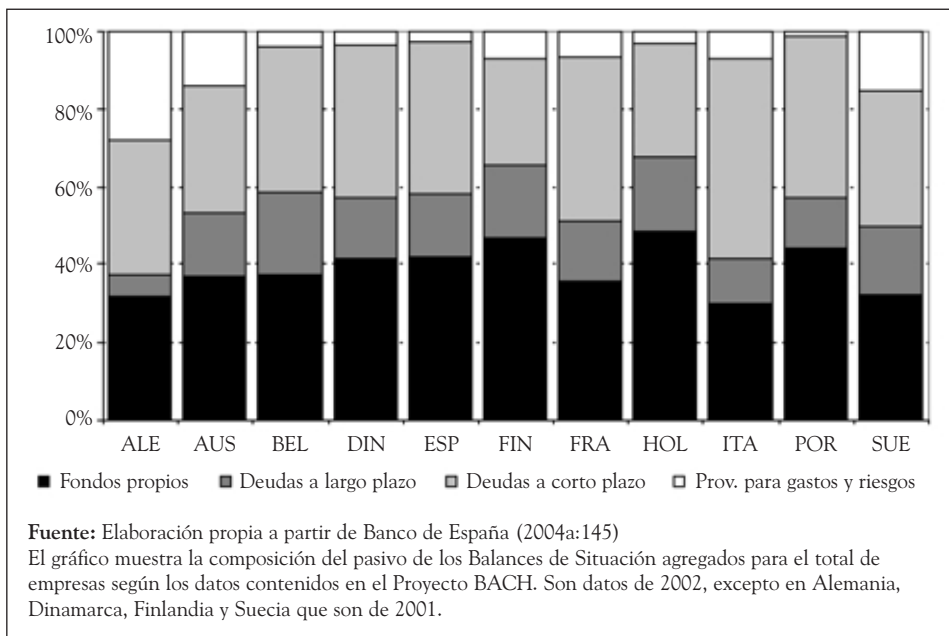
	ALEM	AUST	BÉLG	DINAM.	ESPAÑA	FINLAN	FRANC	HOLAN	ITALIA	PORTU	SUECIA
Año	2000	2002	2002	2001	2002	2001	2002	2002	2002	2002	2001
Nº empresas	5.435	2.117	15.438	20.029	2.161	15.586	12.611	8.003	16.348	4.535	33.645
% Grandes	25,9%	9,1%	3,6%	1,4%	16,1%	2,1%	9,5%	5,3%	14,5%	3,6%	1,5%
% Pymes	74,1%	90,9%	96,4%	98,6%	83,9%	97,9%	90,5%	94,7%	85,5%	96,4%	98,5%

Fuente: Elaboración propia a partir de BANCO DE ESPAÑA (2004a).

Con el propósito de iluminar con cifras las formas de financiación preferidas por las empresas de la Unión Europea, se ha representado gráficamente la composición de la estructura financiera según los datos, correspondientes a 2002, agregados para el total de empresas no financieras proporcionados por BACH.

Si nos fijamos en el pasivo de los Balances de Situación agregados del gráfico nº 1, parece que su estructura financiera está compuesta, en términos medios, por un 40% de fondos propios y un 60% de fondos ajenos. Si bien, como en cualquier promedio es preciso analizar las desviaciones de los diferentes países respecto a la media. Asimismo podemos observar que en el año 2002, la financiación a través de fondos propios es superior a ese 40% de referencia en países como Dinamarca, España, Finlandia, Holanda y Portugal, mientras que alcanza sus valores más bajos en Italia y Suecia. Respecto a los recursos ajenos utilizados, si separamos la financiación ajena a corto (en promedio, es un 37,5% de los recursos totales) y a largo plazo encontramos considerables diferencias entre países, sobre todo en los recursos con un vencimiento inferior a un año. En este sentido, destaca la cifra de deudas a corto plazo de Italia (casi un 52% del total pasivo), aunque también superan la media europea las empresas danesas, españolas, francesas y portuguesas. En cuanto a las deudas a largo plazo, existe una mayor uniformidad con ciertas disparidades como, por ejemplo, Alemania (un 5,5% del total pasivo) o Bélgica (en torno a un 20%), por comentar los extremos.

Gráfico 1
Composición de la estructura financiera

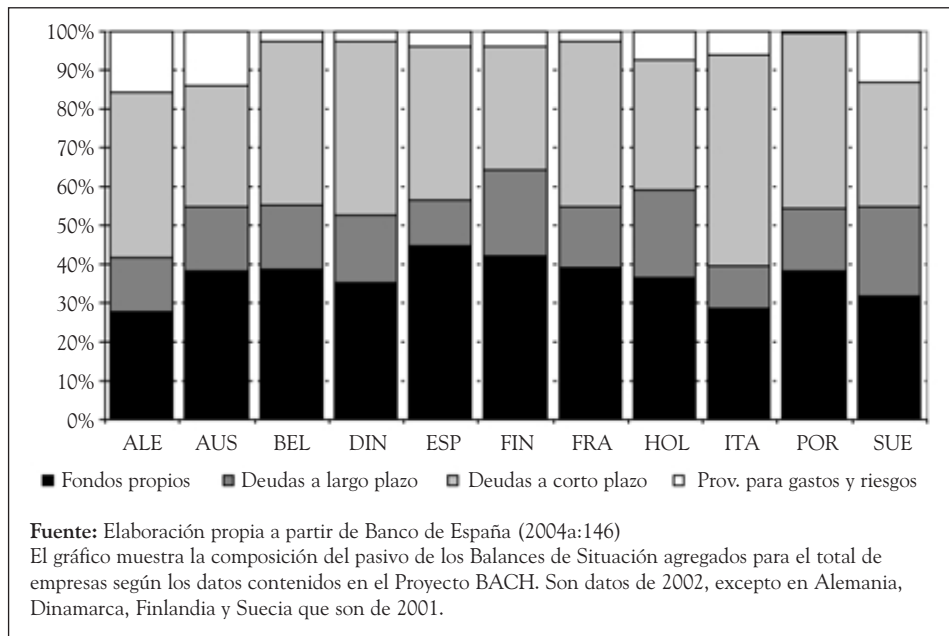


Dado el peso de la PYME en el tejido empresarial europeo, veamos su financiación por separado. Los estados financieros agregados de las pequeñas y medianas empresas europeas muestran un panorama ligeramente diferente al comentado para la totalidad empresarial. En general, puede afirmarse que la PYME europea está más endeudada que las empresas de gran tamaño, sobre todo en lo que se refiere al pasivo exigible a corto plazo, cuyo promedio alcanza el 40% del total pasivo. Si nos fijamos en la composición del pasivo expuesta en el gráfico nº 2, podemos observar un leve descenso en las cifras de fondos propios de la PYME (media en torno al 36%) respecto a las grandes empresas.

Por supuesto, como ocurre en otros casos aparecen ciertas desigualdades entre países. En este sentido, hay que resaltar las particularidades de las empresas italianas, cuyos recursos propios no alcanzan ni el 30% de la financiación total utilizada y cuyas deudas a corto plazo superan, según los últimos datos BACH, en 15 puntos porcentuales el promedio europeo.

En cuanto a la financiación ajena a largo plazo, hay una mayor uniformidad entre países, destacando el grupo formado por Finlandia, Holanda y Suecia con un porcentaje superior a la media de deudas a largo plazo. Coincide que es este grupo de países, junto a Austria, el que presenta un endeudamiento a corto plazo inferior al promedio.

Gráfico 2
Composición de la estructura financiera (PYME)



Los gráficos anteriores nos proporcionan una somera idea de las particularidades de la financiación empresarial en cada país, pero veamos qué camino han seguido las empresas para llegar a esta situación. Analizamos a continuación los resultados de algunas ratios financieras, calculadas por la Central de Balances del Banco de España tomando como base el Proyecto BACH, y su evolución en los últimos diez años, buscando la evidencia, o no, de un modelo de financiación común para las empresas no financieras de la Unión Europea. En concreto, nos fijamos en las ratios de Patrimonio Neto sobre recursos totales, de Financiación Bancaria sobre deudas totales y de Gastos Financieros sobre deudas no comerciales, calculadas según las siguientes expresiones (Banco de España, 2004b: 70):

$$\text{PATRIMONIO NETO} = \frac{\text{Fondos Propios} - \text{Inmovilizado inmaterial y gastos amortizables}}{\text{Fondos Propios} - \text{Inmovilizado inmaterial y gastos amortizables} + \text{Deudas a largo plazo} + \text{Deudas a corto plazo}}$$

$$\text{FINANCIACIÓN BANCARIA} = \frac{\text{Deudas con entidades de crédito (largo y corto plazo)}}{\text{Deudas a largo plazo} + \text{Deudas a corto plazo}}$$

$$\text{GASTOS FINANCIEROS} = \frac{\text{Gastos Financieros}}{\text{Deudas largo plazo (excluidas deudas comerciales)} + \text{Deudas a corto plazo (excluidas deudas comerciales)} + \text{Cuentas de regularización}}$$

En la tabla nº 4 se ofrecen, de forma resumida, los resultados obtenidos en el cálculo de las dos primeras ratios para los nueve países de la zona euro contenidos en el Proyecto BACH. De acuerdo con los datos disponibles, para el intervalo 1994-2002, las empresas analizadas de la zona euro han incrementado su patrimonio neto en términos medios, lo que podría interpretarse como una mayor inclinación hacia la financiación propia. El porcentaje que representa el patrimonio neto sobre los recursos totales empleados ha pasado de un promedio 1994-1996 del 39,9% a un 41,1% en el periodo 2000-2002. Esta tendencia al alza no se ha manifestado de forma uniforme en todos los países, quizá debido a sus desigualdades de partida. Sin embargo, la diferente evolución de los fondos propios en los distintos países, puede considerarse positivo desde el punto de vista de la convergencia hacia un modelo financiero común, ya que se han reducido las desviaciones respecto a la media de la zona.

Tabla 4
Evolución de las ratios de Patrimonio Neto y de Financiación Bancaria

Países	PATRIMONIO NETO (a)			FINANCIACIÓN BANCARIA (a)		
	Media 94-96	Media 97-99	Media 00-02	Media 94-96	Media 97-99	Media 00-02
Alemania (b)	45,1	45,8	43,7	18,9	18,9	14,8
Austria	34,5	37,3	40,3	24,6	26,2	24,1
Bélgica	39,5	40,4	37,7	20,6	20,1	16,6
España	39,8	45,9	42,6	28,3	23,0	22,1
Finlandia (b)	37,3	44,8	46,2	29,4	24,5	23,6
Francia	37,3	39,4	37,0	14,5	13,7	14,8
Holanda	55,4	53,8	50,9	n.d.	n.d.	n.d.
Italia	27,2	28,0	28,5	33,9	33,4	31,2
Portugal	43,1	42,5	42,7	31,4	31,2	33,3

Fuente: Elaboración propia a partir de datos BACH del Banco de España (2004a:154-155).

(a) Los datos reflejan el promedio, para cada intervalo de tres años, de las ratios financieras enunciadas en párrafos anteriores, medidas en porcentaje.

(b) Los últimos datos disponibles son de 2001.

Al observar las cifras de la tabla nº 4, sobresalen las cifras correspondientes a Holanda e Italia, por su disparidad. Las empresas italianas presentan los menores porcentajes de patrimonio neto, con cifras inferiores al 30% sobre el total de recursos empleados, mientras que la industria holandesa se sitúa en el extremo superior. Aunque no se incluyen en la mencionada tabla, por no pertenecer a la zona euro, el Patrimonio Neto medio de las empresas danesas y suecas durante el periodo 1994-2002 está, en torno al 40,5% y al 35,5%, respectivamente. Parece existir una similitud entre Francia, Bélgica y Suecia cuyas ratios están por debajo de la media. Por último, comentar el caso de España con unas cifras de Patrimonio Neto superiores al promedio.

Al mismo tiempo, la mayoría de los países estudiados han reducido su financiación bancaria pasando el promedio de un 25,5% en 1994 a un 22,7% en 2002. Los países que muestran un menor porcentaje de deudas bancarias sobre el endeudamiento total son Alemania, Bélgica y Francia, lo que parece indicar una cierta agrupación geográfica alrededor del 15% en esta ratio. Por otra parte, los datos de las empresas italianas y portuguesas revelan una inclinación por la financiación bancaria superior a la media (en torno al 32%), no obstante, difieren entre ellas en el plazo de vencimiento. En el caso de Italia se trata de principalmente de deudas bancarias a corto plazo, lo cual quizá explique unas menores cargas financieras respecto a las empresas portuguesas. Las empresas españolas han reducido sus deudas bancarias, desde un 28,3% hasta un 22,1%, lo cual muestra una evolución positiva hacia el promedio de la zona euro.

A modo de referencia, con la intención de ampliar la evidencia empírica de la realidad empresarial de la Unión Europea, sintetizamos en la tabla nº 5 la utilización de créditos bancarios por parte de la pequeña y mediana empresa de acuerdo con la encuesta publicada por la *European Network for SME Research* con datos de 2002..

Tabla 5
Pymes de la Unión Europea con créditos bancarios

	ALE	AUS	BEL	DIN	ESP	FIN	FRA	GRE	HOL	IRL	ITA	LUX	POR	RU	SUE
< 1 año	4 %	4 %	9 %	1 %	7 %	4 %	15%	27%	12%	7 %	11%	13%	8 %	8 %	5 %
De 1 a 5 años	24%	20%	34%	7 %	22%	40%	26%	19%	18%	21%	23%	20%	25%	25%	16%
> 5 años	32%	41%	31%	23%	25%	26%	12%	18%	26%	14%	8%	18%	9%	8%	13%
Respuestas no válidas *	40%	35%	26%	69%	46%	29%	47%	36%	43%	58%	58%	48%	58%	59%	66%

Fuente: European Network for SME Research (ENRS) Survey 2002.

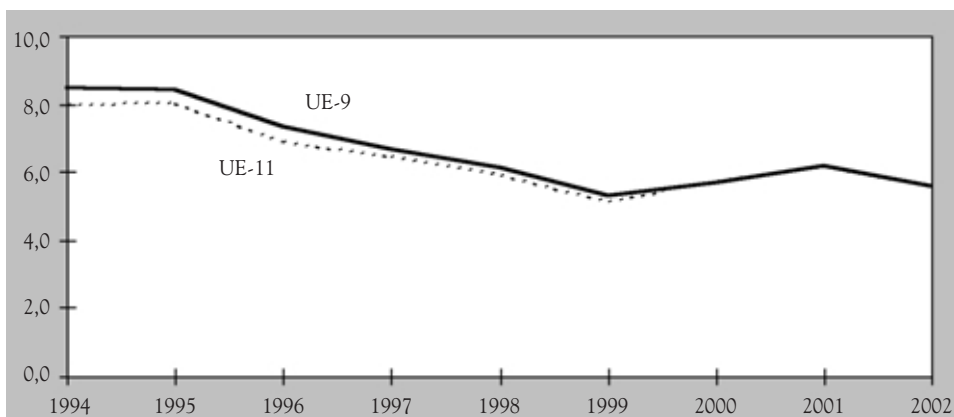
Nota: Los datos representan el porcentaje de pequeñas y medianas empresas que tienen líneas de crédito con bancos por país. La encuesta incluye la respuesta de 7669 PYME de 19 países europeos, aunque en esta tabla se recogen los datos de los 15 países de la antigua UE.

* La casilla de "Respuestas no válidas" incluye tanto las respuesta "no sabe, no contesta" como las empresas que declaran no haber contratado nuevos créditos en los últimos tres años.

En la financiación bancaria a corto plazo, destaca Grecia por su alto porcentaje de créditos, seguida más de lejos por Francia, Luxemburgo e Italia; siendo los países más bajos en este tipo de financiación Dinamarca, Alemania, Austria y Finlandia. Si nos detenemos en la financiación a medio plazo (1 a 5 años) Finlandia tiene el porcentaje más elevado, un 40%, mientras que Dinamarca muestra el más bajo, un 7%, y el resto de los países se mueve en torno al 20%. En la financiación a largo plazo, más de cinco años, se observan de nuevo diferencias entre la PYME europea, destacando por su elevado porcentaje Austria, Alemania y Bélgica, y por la escasa financiación a largo plazo Italia, el Reino Unido y Portugal; después nos encontramos con dos grupos de países en una zona intermedia, España, Finlandia y Holanda con una financiación a largo plazo más elevada dentro de los medianos, y el otro grupo intermedio con menores, pero similares porcentajes, está compuesto por Francia, Grecia, Irlanda, Luxemburgo y Suecia.

Evidentemente, la disminución generalizada del endeudamiento como fuente de financiación ha permitido reducir las cargas financieras de las empresas europeas, unido por supuesto, a la caída de los tipos de interés. En el gráfico nº 3 se muestra la tendencia seguida por la ratio de gastos financieros. En el detalle por país se aprecia una evolución regular en todos los países analizados, cuyo efecto se plasma en una reducción del promedio de la zona euro, desde un 8,4% en 1994 hasta un 5,6% en 2002.

Gráfico 3
Evolución de la ratio de Gastos Financieros (en %)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos BACH del Banco de España (2004a:153)

UE-9: Promedio de los 9 países de la zona euro contenidos en BACH y **UE-11:** Añade datos de Dinamarca y Suecia. Los datos de Austria y Holanda pueden distorsionar levemente el promedio, ya que no siguen criterios homogéneos en el detalle de deudas con coste y deudas comerciales.

La primera conclusión que puede avanzarse, de la lectura de las tablas y gráficos expuestos en párrafos anteriores, es que hoy existe una mayor convergencia microeconómica en Europa en lo que a las pautas de financiación se refiere de sus empresas industriales, siempre según los datos del proyecto BACH. Es obvio que persisten diferencias en algunos países, como en los casos de Italia, Holanda y Portugal, pero hay un núcleo central europeo que tiende a financiarse de acuerdo con unas patrones que hemos visto reflejados en las empresas examinadas.

V.1. Países de reciente adhesión

No se dispone para estos países del grado de información que para los de la Europa de los Quince, solamente podemos aproximarnos a la financiación empresarial desde la perspectiva del sistema financiero que es el que canaliza el ahorro a programas de inversión rentables tanto en el sector público como privado. Una característica común a la mayoría de ellos es que son países que han vivido en una economía planificada y eso explica esta situación económica así como el modo de financiarse sus empresas.

A pesar de que las instituciones y los mercados se han desarrollado en estos países rápidamente desde el inicio de la transición, el nivel de desarrollo de su sistema financiero es bajo, no solo en términos de tamaño sino también de eficiencia. Si se les compara con otras economías emergentes, su porcentaje de activos financieros sobre el PIB es similar al de América Latina (Caviglia, Krause y Thimann, 2002).

El modelo de desarrollo financiero de estos países se ha basado en el sistema bancario y no en el mercado de capitales. A pesar de ello, los activos bancarios son un quinto de la media europea con la excepción de Chipre y Malta que están más desarrollados, le siguen la República Checa Eslovaquia.

Los mercados de capitales están aún en una situación más precaria que el sistema bancario, pues en la mayoría de los países no existían dichos mercados al inicio de la transición. La capitalización del mercado de capitales, es decir, el número de acciones en circulación por su precio, es el 2% de la capitalización en la zona euro. Dentro de estos países el mayor mercado de capitales es el de Polonia, ligeramente superior a Luxemburgo y Austria. El mercado de bonos de estos países supone el 30% del PIB cuando la media europea es del 70%, tanto para la deuda pública y como la privada.

VI. Conclusiones

Por una serie de razones históricas, culturales, sociales, económicas, demográficas y lingüísticas entre otras, Europa continua siendo una región variopinta a pesar de los esfuerzos y los resultados conseguidos en aras de una mayor convergencia económica. Es obvio que en el ámbito comunitario existen dos modelos de gobernanza

corporativa: El anglosajón y el continental, estando más protegidos los accionistas minoritarios en el sistema anglosajón y la investigación apunta a que ésta es la razón por la que existen grandes bloques de accionistas dentro del modelo continental.

Hay un debate abierto sobre si la existencia de estos dos modelos obedece a una tradición legal o si el sistema legal sanciona un modelo de financiación existente. Este debate no puede decirse que sea un juego floral académico; si la tesis dominante resulta cierta, el sistema legal explicaría el modelo de gobierno corporativo y, por ende, el modelo financiero. En este caso pueden darse grandes pasos en el sentido de convergencia y conseguir mayor eficiencia en la financiación a través de nueva normativa. Si por el contrario la norma sanciona situaciones de hecho hay que ser muy cauteloso en el futuro desarrollo legal de sistemas de gobernanza corporativa y fuentes de financiación.

Por otro lado, con los datos de que disponemos hoy sobre la financiación de la empresas comprendidas dentro del proyecto BACH parece confirmarse la variedad dentro de ciertos límites en las preferencias financieras de los diferentes países europeos. Aunque el peso de los fondos propios ajenos en la financiación total se ha modificado siguiendo una misma tendencia en la mayor parte de los países analizados, aún persisten, en 2002, las particularidades financieras de cada país.

Históricamente, en los sistemas financieros europeos, los créditos bancarios han predominado sobre la financiación a través del mercado de valores. Sin embargo, los resultados obtenidos del proyecto BACH parecen indicar una reducción de la deuda bancaria empleada en los últimos años por las empresas de la UE. Es evidente que queda mucho camino por delante en materia de convergencia financiera y los datos continúan mostrando la diversidad en los modos de financiar la actividad empresarial en cada Estado miembro.

Resulta complicado extender estas conclusiones a los países de la Europa ampliada pues salvo algunas excepciones son países que durante décadas han estado sometidos a los dictados de una economía central y planificada, y el paso a una economía cuya financiación descansa en mercados de capitales fuertes y desarrollados no resulta fácil y exigirá un periodo de desarrollo cuyo plazo exacto no es fácil de adivinar.

Bibliografía

BANCO DE ESPAÑA / BANCO DE FRANCIA (2002): *Estudio comparado de las empresas industriales francesas y españolas (1991-1999)*, Central de Balances del Banco de España. Disponible en <http://www.bde.es/informes/be/estcomp/estcomp.pdf>.

BANCO DE ESPAÑA (2004a): *Central de Balances: resultados anuales de las empresas no financieras, 2003*.

BANCO DE ESPAÑA (2004b): *Central de Balances: resultados anuales de las empresas no financieras, 2003*. Suplemento metodológico.

- BILBAO CALABUIG, Paloma (2004): *El modelo de gobierno corporativo de las empresas del Ibex 35: cumplimiento del Código Olivencia*, CNMV, Madrid.
- CAVIGLIA, Giacomo; KRAUSE, Gerhard y THIMANN, Christian (2002): “Key Features of the Financial Sectors in EU Accession Countries”, European Central Bank, <http://www.ecb.int/pub>.
- COFFEE, John C. Jr. (2001): “The Rise of Dispersed Ownership: The Roles of Law and the State in the Separation of Ownership and Control”, *Yale Law Journal* 111: 1-82.
- COMISIÓN EUROPEA (1996): “Recomendación de la Comisión sobre la definición de pequeñas y medianas empresas” (96/280/CE), Diario Oficial L 107 de 30.04.1996, Bruselas.
- COMISIÓN EUROPEA (2003): “Recomendación de la Comisión sobre la definición de pequeñas y medianas empresas” (2003/361/CE), Diario Oficial L 124 de 20.05.2003, Bruselas.
- DE LOS RÍOS SASTRE, Susana (2001): *La convergencia empresarial en la Unión Europea*, Universidad Pontificia Comillas, Madrid.
- DE MIGUEL, Alberto, PINDADO, Julio y DE LA TORRE, Chabela (2004): “Ownership Structure and Firm Value: New evidence from Spain”, *Strategic Management Journal* nº 25:1199-1207.
- EUROPEAN CENTRAL BANK (2004): *Research Network on Capital Markets and Financial Integration in Europe*, diciembre.
- FERNÁNDEZ, Zulima (2001): “Las relaciones banca-industria: Un tiempo para la revisión”, *Economía Industrial* 341: 13-24.
- FERRAN, Eilis (2004): *Building an EU Securities Market*, Cambridge University Press, Cambridge.
- GENESCÀ, Enric y SALAS FUMÁS, Vicente (1995): “Convergencia microeconómica España-Europa 1982-1992”, *Papeles de Economía Española*, nº 63:146-161.
- GRANT, Jeremy y KIRCHMAIER, Thomas (2004): “Corporate ownership structure and performance in Europe”, *CEP Discussion Paper* nº 631, Centre for Economic Performance, abril.
- LAPORTA, Rafael; LÓPEZ DE SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei y VISHNY, Robert W. (1998): “Law and Finance”, *Journal of Political Economy*, 106: 1113-1155.
- LAPORTA, Rafael; LÓPEZ DE SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei y VISHNY, Robert W. (2004): “La Protección del Inversionista y la Administración Corporativa”, *El Trimestre Económico*, 283: 497-532.
- MAROTO ACÍN, Juan Antonio y MELLE HERNÁNDEZ, Mónica (2000): “Los Sistemas Financieros y la Financiación Empresarial: Pautas de Comportamiento y Factores Explicativos del Crédito Bancario. Un Análisis Comparado Internacional”, *Papeles de Economía Española*, 84-85: 237-268.

- MAYER, Colin (1999), "Corporate Governance in the UK" (1999): Conferencia sobre "Corporate Governance in Asia: A Comparative Perspective", OECD, Seúl.
- OCDE (1999): *Principios de la OCDE para el gobierno de la sociedades*, OCDE, París.
- SALAS FUMÁS, Vicente (2004): "El Gobierno de la Empresa en España: Una cuestión de modelo", *Papeles de Economía Española*, 100, volumen 2: 133-146.
- SERRANO CINCA, Carlos, MAR MOLINERO, Cecilio y GALLIZO LARRANZ, José Luis (2001): "Country and size effects in Financial Ratios: A European Perspective", *Discussion Papers in Accounting and Finance*, University of Southampton.
- STEEN, Thomsen y TORBEN, Pedersen (2000): "Ownership Structure and Economic Performance in the Largest European Companies", *Strategic Management Journal* 21: 689-705.