

LAS PARTICIPACIONES BURSATILES DE LA BANCA EN ESPAÑA

Angel BERGES LOBERA
Enrique SANCHEZ DEL VILLAR BOCETA

I. INTRODUCCION

Está fuera de toda duda la gran importancia cualitativa y cuantitativa que, en el mercado bursátil español, tiene la banca, con un peso sobre la capitalización superior al 30 por 100 del total del mercado bursátil. Pero la importancia real de la banca es, de hecho, superior si se consideran las participaciones de los grandes bancos en numerosas empresas no financieras, cuyas cotizaciones también son susceptibles de registrar un considerable grado de bancarización.

En este sentido, el objetivo del presente artículo es analizar el comportamiento diferencial que, en términos bursátiles, se deriva de la participación bancaria en empresas cotizadas, tanto desde la perspectiva de estas últimas como desde la del banco titular de las participaciones.

En particular estamos interesados en contrastar si se produce algún comportamiento diferencial en la valoración bursátil de las entidades bancarias cuando éstas tienen una fuerte toma de participaciones en empresas industriales, y, a la inversa, si dichas empresas tienen comportamientos bursátiles diferenciados por el hecho de tener importante presencia bancaria en su accionariado.

Existen argumentos en uno y otro sentido en ambos casos. Consideremos, en primer lugar, la valoración que el mercado podría hacer del hecho de que un banco mantenga entre sus activos, junto a la tradicional cartera de préstamos y otras partidas relacionadas con la intermediación financiera, una importante masa de participaciones accionariales en empresas industriales. Una implicación de ello, que se debería ponderar de forma positiva en la valoración del banco, es la posible derivación de negocio inducido y, en general, la posible relación de clientelismo fiel que podría imponer la presencia del banco en el Consejo de Administración

de las empresas fuertemente participadas. Por otra parte, sin embargo, en la medida en que la participación accionarial presenta mucho más riesgo que la pura concesión de financiación crediticia, el riesgo del banco en cuestión se ve sustancialmente incrementado, lo que se debería ponderar negativamente sobre su valoración bursátil.

Tampoco es evidente que pueda hacerse una valoración nítida, positiva o negativa, desde el punto de vista de la empresa participada. En positivo se ponderaría el reconocimiento de que de dicha relación de participación debe derivarse una disponibilidad de fondos para financiación, incluso en épocas de estrangulamiento en los mercados financieros. También puede valorarse positivamente el hecho de que una mayor concentración accionarial debe actuar como un incentivo para reducir el conflicto entre control y propiedad, más patente cuando el accionariado está muy disperso, y que puede conducir a una gestión empresarial no necesariamente maximizadora del valor de mercado de sus acciones. Por contra, sin embargo, la posibilidad de que esa concentración accionarial se ejerza para imponer decisiones que favorezcan, vía el mencionado clientelismo fiel, a la entidad bancaria, en detrimento de los restantes accionistas, es un factor negativo que tampoco debe ser obviado.

Dado, por consiguiente, que existen argumentos de muy diversa índole, paralelos, por otra parte, a la polémica, de carácter más genérico, sobre las relaciones banca-industria, parece lógico intentar obtener respuesta a la cuestión planteada en base a la evidencia empírica sobre el comportamiento bursátil conjunto de los bancos y sus empresas participadas.

La base de datos construida, y que comentamos en la siguiente sección, nos permite no sólo buscar respuesta a las cuestiones anteriores —lo que no

quiere decir que se halle siempre—, sino también obtener algunas interesantes conclusiones de tipo descriptivo sobre las diferentes estrategias de penetración en la industria seguidas por las principales entidades bancarias españolas, estrategias que probablemente definen el objetivo que el banco persigue con dicha penetración.

II. DATOS Y METODOLOGIA

Hemos utilizado tres tipos de datos en la elaboración de este estudio: un primer grupo referente a la composición accionarial de las empresas cotizadas en Bolsa a 31 de junio de 1990; un segundo grupo, representativo de la valoración que el mercado bursátil realizaba de dichas empresas en esas fechas, y, por último, una base de datos histórica de cotizaciones.

En cuanto a la muestra de sociedades objeto del estudio, nos hemos centrado en las ciento noventa y nueve compañías que entendemos más representativas de las bolsas de Madrid y Barcelona. Estas compañías abarcan la práctica totalidad de los distintos sectores bursátiles, con excepción del sector de inversión mobiliaria, que ha sido expresamente eliminado. Este hecho no impide, sin embargo, que las participaciones accionariales que los bancos considerados puedan tener en otras empresas a través de sociedades de este tipo —sociedades de cartera, por ejemplo— estén convenientemente contabilizadas a efectos de calcular las llamadas «corporaciones industriales» de cada uno de ellos.

De las ciento noventa y nueve compañías incluidas en el estudio, ciento setenta y una son empresas no financieras, y las veintiocho restantes son entidades bancarias.

Los datos de la composición accionarial de las sociedades provienen de la publicación *Shareholders Directory*, en su edición de julio de 1990.

Estos datos provienen, a su vez, de la información que las sociedades que cotizan en Bolsa están obligadas a proporcionar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores. La información, que se refiere a paquetes accionariales superiores al 5 por 100 del capital social de cada empresa, se ve complementada por muestreos y encuestas realizados por compañías especializadas, lo que permite localizar participaciones inferiores al 5 por 100 mencionado.

Los *ratios* de valoración bursátil empleados son el PER (precio entre el beneficio por acción) y el precio entre valor contable. Ambos han sido calcu-

lados con variables económico-financieras del balance y cuenta de resultados auditadas correspondientes al ejercicio de 1989. Los precios utilizados para el cálculo de estos *ratios* son los vigentes el último día hábil del segundo trimestre de 1990.

El primero de los *ratios* relaciona el precio con una variable flujo, el beneficio neto, e indica, bajo el supuesto de mantenimiento de beneficios, el número de años que un inversor tardaría en recuperar su inversión, vía beneficios por acción, comprando a ese precio. En definitiva, un PER elevado, siempre en comparación con otras empresas de su sector, indicaría unas perspectivas superiores de crecimiento del beneficio por acción de esa empresa, y, por lo tanto, una mayor valoración bursátil de la misma.

El segundo de los *ratios* empleados, el precio entre el valor contable, utiliza una variable *stock*, el valor en libros, y nos indica la valoración que el mercado realiza de los activos de una empresa y, en definitiva, la confianza que el mercado tiene en la recuperabilidad y rentabilidad de esos activos.

El tercer y último bloque de datos empleados consiste en las series históricas de las cotizaciones en Bolsa de estas sociedades. Con ellas hemos realizado un estudio estadístico que identifica el parámetro de volatilidad que presenta la inversión en cada una de las distintas acciones.

El «modelo de mercado» postula que el comportamiento de los precios de las acciones sigue en el tiempo una distribución estadística que puede descomponerse en, por una parte, un factor que afecta de forma genérica a todos los títulos y, por otra, una serie de factores específicos de cada uno de ellos. La teoría de la diversificación de carteras nos dice que ese componente específico se puede diversificar en una cartera eficientemente construida, por lo que el único riesgo representativo es el denominado «riesgo sistemático» o «riesgo de mercado», que viene medido por el «factor Beta».

La interpretación de este estimador es que si un valor tiene un factor Beta superior a la unidad, es un valor de tipo cíclico, en la medida en que sus oscilaciones amplifican a las del mercado; si el coeficiente Beta está comprendido entre cero y la unidad, se trata de un valor defensivo, ya que sus oscilaciones suavizan las del mercado. Los valores con Beta negativos son muy raros, y representan valores anticíclicos (un ejemplo podría ser el de las sociedades mineras de oro cotizadas en la Bolsa de Londres). En nuestro caso, cuando aparece algún Beta negativo suele ser el resultado de la iliquidez de las acciones en cuestión, más que de que se trate de un negocio anticíclico.

Para calcular el «modelo de mercado» hemos empleado variaciones de precios semanales, ajustadas por ampliaciones y dividendos, desde enero de 1988 a 30 de junio de 1990. Aunque disponíamos de una base de datos más prolongada, el objeto de este estudio —las relaciones banca-industria— nos obliga a ser cautos y a utilizar un período de tiempo lo suficientemente corto para permitirnos aceptar la hipótesis de mantenimiento de la estructura accionarial de las empresas en ese período.

En el Anexo se presenta la relación de empresas seleccionadas, así como el valor, para cada una de ellas, de las principales variables utilizadas en el análisis. Es decir, una variable de comportamiento bursátil intertemporal según el modelo de mercado (coeficiente Beta), variables de valoración bursátil a 30 de junio de 1990 (capitalización bursátil, PER y precio/valor contable), y de participación bancaria en su accionariado.

III. LAS PARTICIPACIONES BURSATILES DE LOS GRANDES BANCOS ESPAÑOLES

El chequeo y posterior agregación de la participación de las diferentes entidades financieras en el accionariado de las compañías cotizadas nos permite construir la cartera de participaciones industriales de la banca, considerada globalmente, así como de las principales entidades bancarias, de cara a analizar sus diferentes estrategias de penetración en la industria. De todos los bancos considerados en el estudio hemos seleccionado, a efectos de presentación y análisis más exhaustivos, a aquellos cuya cartera de participaciones industriales representa, como mínimo, un 15 por 100 del valor bursátil total del banco. Los seis bancos seleccionados son el Español de Crédito, el Bilbao Vizcaya, el Central, el Hispano, el Santander y el Pastor.

En los cuadros núms. 1 a 6 se recoge, para cada uno de ellos, la composición de su cartera de participaciones en empresas cotizadas. Para ello se presenta el porcentaje de participación en cada una de las empresas, así como el peso relativo que dichas participaciones tienen sobre la «corporación industrial» del banco en cuestión (*). El mismo tipo de presentación se realiza también por sectores industriales, agregando las diferentes empresas de cada uno de ellos.

Del análisis de los cuadros núms. 1 a 6 pueden extraerse algunas interesantes conclusiones sobre la distribución sectorial de las participaciones in-

CUADRO NUM. 1
BANCO ESPAÑOL DE CREDITO

Sociedades	Porcentaje de participación	Porcentaje capital bursátil sobre Corporación
Aguas Valencia	4,50	0,02
E. de Viesgo	1,50	0,29
Enher	0,26	0,06
Fecsa	4,00	1,59
GESA	1,20	0,15
H. Cantábrico	0,19	0,04
Hidrola	6,06	4,13
Sevillana	2,50	1,14
Unión-Fenosa	3,50	1,48
Azucarera	10,45	1,59
Agromán	50,27	8,82
Sansón	49,33	1,41
Urbis	10,00	1,52
Acerinox	29,02	7,78
A. Hornos Vizcaya	0,59	0,03
Amper	1,89	0,16
Astur. Zinc	54,71	14,22
Esp. A. Tudor	55,17	3,50
M. Duro-Felguera	1,80	0,11
N. Correa	11,66	0,20
N. Montaña Quijano	5,00	0,24
Radiotrónica	100,00	6,00
Carbueros Met.	24,84	6,79
Esp. Oxígeno	33,03	6,11
Hidronitro	9,68	0,09
Petromed	43,50	10,69
Sniace	28,90	1,44
Tafisa	6,15	0,29
Telefónica	2,00	4,90
U. Fénix	53,31	15,19
Corp. Industrial	—	100,00

CONTROLADO POR BANESTO

Sector	Capital bursátil (Miles de millones)	Porcentaje sobre sector	Porcentaje sobre Corporación
Electricidad	27.579	1,37	8,91
Alimentación	4.927	0,71	1,59
Construcción	36.387	1,73	11,75
Siderometalúrgicas	99.838	13,32	32,25
Químicas	78.668	5,46	25,41
Comunicaciones	15.169	1,42	4,90
Varios	47.019	9,91	15,19
Total	309.589	2,40	100,00

dustriales de los grandes bancos españoles. Dejando al margen los casos de Santander y Pastor, por la fuerte concentración de sus participaciones, son de destacar notables diferencias entre los otros cuatro grandes. Mientras Banesto y Central cuentan entre sus respectivas participaciones con mayoría de empresas de sectores propiamente industriales, Bilbao Vizcaya e Hispano mantienen una presencia más significativa en sectores de servicios públicos, como eléctricas o comunicaciones.

Un aspecto que tiene también un gran interés es el del grado de control que los diferentes bancos

**CUADRO NUM. 2
BANCO BILBAO VIZCAYA**

Sociedades	Porcentaje de participación	Porcentaje capital bursátil sobre Corporación
Aguas Barcelona	8,54	4,67
Fecsa	2,00	1,55
H. Cantábrico	6,73	2,63
Hidroila	4,00	5,33
Iberduero	5,25	10,32
Sevillana	10,25	9,17
Aceprosa	13,50	0,40
Azucarera	5,00	1,49
C. Garavilla	29,20	1,32
Koipe	5,00	0,62
Bodegas	56,06	6,04
C. Lemona	4,00	1,11
I. Metrovacesa	38,25	17,70
Hornos Vizcaya	12,29	1,06
Amper	5,18	0,86
Ceselsa	11,73	0,68
Jumberca	14,03	0,07
Papelera Española	1,00	0,08
Repsol	5,00	23,85
Saba	5,07	0,51
Telefónica	2,00	9,57
Vidrala	14,43	0,97
Corp. Industrial	—	100,00

CONTROLADO POR BBV

Sector	Capital bursátil (Miles de millones)	Porcentaje sobre sector	Porcentaje sobre Corporación
Electricidad	53.370	2,66	33,67
Alimentación	15.636	2,26	9,86
Construcción	29.823	1,42	18,81
Siderometalúrgicas	4.237	0,57	2,67
Químicas	37.927	2,63	23,93
Comunicaciones	15.977	1,49	10,08
Varios	1.542	0,33	0,97
Total	158.513	1,23	100,00

pueden ejercer sobre sus empresas participadas. Para abordarlo sería interesante resumir, a partir de los cuadros núms. 1 a 6, la estructura de la corporación de cada banco en base a los porcentajes de participación en las diferentes empresas.

Para simplificar dicha estructura hemos definido cuatro modalidades alternativas de participación del banco en cada una de las empresas:

- *Débil*, si la participación no supera el 5 por 100.
- *Media*, si se halla entre el 5 por 100 y el 25 por 100.
- *Elevada*, si se halla entre el 25 por 100 y el 50 por 100.
- *Mayoritaria*, si supera el 50 por 100.

**CUADRO NUM. 3
BANCO CENTRAL**

Sociedades	Porcentaje de participación	Porcentaje capital bursátil sobre Corporación
Aguas Valencia	5,83	0,05
Fecsa	3,50	2,15
Hidroila	1,30	1,37
Iberduero	2,50	3,88
S. Nansa	42,62	1,48
Sevillana	3,00	2,12
Unión Fenosa	3,50	2,28
Azucarera	28,00	6,58
C. Campofrío	24,10	7,82
Ind. Agrícolas	11,33	2,22
Dragados	24,00	13,46
Hornos Vizcaya	3,67	0,25
Amper	2,03	0,27
Esp. del Zinc	50,57	1,74
Carburros Met.	16,76	7,07
CEPSA	30,96	19,40
U. Resinera	21,58	0,53
Aumar	50,55	18,73
Telefónica	2,00	7,56
Tab. Filipinas	1,90	0,08
Vilesa	30,93	0,97
Corp. Industrial	—	100,00

CONTROLADO POR CENTRAL

Sector	Capital bursátil (Miles de millones)	Porcentaje sobre sector	Porcentaje sobre Corporación
Electricidad	26.727	1,33	13,32
Alimentación	33.343	4,82	16,62
Construcción	27.011	1,29	13,46
Siderometalúrgicas	4.523	0,60	2,25
Químicas	54.174	3,76	27,00
Comunicaciones	52.761	4,93	26,29
Varios	2.112	0,45	1,05
Total	200.650	1,55	100,00

Con dicha definición de participaciones hemos construido el cuadro núm. 7, en el cual se presenta, para cada banco, su especialización por grados de control, tanto en términos de número de empresas en cada categoría como en peso sobre la corporación total.

De nuevo, al igual que en el caso de la especialización sectorial saltan a la vista notables diferencias entre los cuatro grandes bancos en lo referente a sus estrategias de «control» de las empresas participadas. Mientras Banesto y Central tienen una mayor especialización en participaciones elevadas, o incluso mayoritarias, Bilbao Vizcaya e Hispano se caracterizan por tener una mayor especialización en participaciones débiles o moderadas, es decir, inferiores al 25 por 100.

Probablemente existe una estrecha relación entre la especialización sectorial de los diferentes

**CUADRO NUM. 4
BANCO HISPANO AMERICANO**

Sociedades	Porcentaje de participación	Porcentaje capital bursátil sobre Corporación
Fecsa	2,00	2,35
Hidroila	4,00	8,08
Sevillana	4,50	6,10
Unión Fenosa	5,50	6,88
Aceprosa	14,50	0,65
Celbasa ATO	7,50	0,42
C. A. Ibérica	13,40	0,82
Urbas	10,00	1,07
Vallehermoso	27,62	23,67
Zabálburu	13,00	0,79
Hornos Vizcaya	4,25	0,56
Amper	2,00	0,50
M. Duro-Felguera	8,90	1,62
Carburos Metálicos	3,00	2,43
Ercros	4,00	3,14
Papelera Navarra	8,00	0,22
Sarrió	4,00	1,99
Acesa	17,40	23,16
Telefónica	2,00	14,51
Pescanova	5,00	0,93
Tab. Filipinas	1,20	0,10
Corp. Industrial	—	100,00

CONTROLADO POR HISPANO

Sector	Capital bursátil (Miles de millones)	Porcentaje sobre sector	Porcentaje sobre Corporación
Electricidad	24.476	1,22	23,41
Alimentación	1.970	0,28	1,88
Construcción	26.695	1,27	25,54
Siderometalúrgicas	2.802	0,37	2,68
Químicas	8.135	0,56	7,78
Comunicaciones	39.378	3,68	37,67
Varios	1.080	0,23	1,03
Total	104.536	0,81	100,00

**CUADRO NUM. 5
BANCO SANTANDER**

Sociedades	Porcentaje de participación	Porcentaje capital bursátil sobre Corporación
Aguas Barcelona	10,23	8,26
E. de Viesgo	82,93	46,57
Fecsa	5,00	5,74
Sevillana	1,60	2,11
Azucarera	—	0,00
Ebro	10,91	11,52
Ind. Agrícolas	8,55	3,13
FOCSA	2,13	2,36
A. Hornos Vizcaya	0,59	0,08
Amper	1,46	0,36
Esp. A. Tudor	6,30	1,15
Tormaléo	16,30	0,45
Ercros	3,80	2,91
U. Resinera	26,70	1,22
Telefónica	2,00	14,14
Corp. Industrial	—	100,00

CONTROLADO POR SANTANDER

Sector	Capital bursátil (Miles de millones)	Porcentaje sobre sector	Porcentaje sobre Corporación
Electricidad	67.252	3,35	62,68
Alimentación	15.719	2,27	14,65
Construcción	2.530	0,12	2,36
Siderometalúrgicas	2.188	0,29	2,04
Químicas	4.434	0,31	4,13
Comunicaciones	15.169	1,42	14,14
Varios	—	—	—
Total	107.293	0,83	100,00

**CUADRO NUM. 6
BANCO PASTOR**

Sociedades	Porcentaje de participación	Porcentaje capital bursátil sobre Corporación
Unión Fenosa	4,70	30,93
Elosúa	10,00	10,95
Cubiertas MZOV	9,00	32,71
H. Coto Cortés	53,80	25,41
Corp. Industrial	—	100,00

CONTROLADO POR PASTOR

Sector	Capital bursátil (Miles de millones)	Porcentaje sobre sector	Porcentaje sobre Corporación
Electricidad	6.143	0,31	30,93
Alimentación	2.175	0,31	10,95
Construcción	6.497	0,31	32,71
Siderometalúrgicas	5.047	0,67	25,41
Químicas	—	—	—
Comunicaciones	—	—	—
Varios	—	—	—
Total	19.863	0,15	100,00

bancos y la estructura del control que ejercen sobre sus participadas industriales.

Así, por ejemplo, no es de extrañar que Bilbao Vizcaya e Hispano, con mayor presencia relativa en los sectores eléctrico y telefónico, tengan en general más participaciones minoritarias. La propia dimensión de las empresas de estos sectores —mucho mayor, en términos de capitalización bursátil, que la que tienen las de los sectores puramente industriales— hace mucho más costoso obtener participaciones fuertes o mayoritarias en ellas.

Por otra parte, el hecho de que ambos bancos tengan en torno a un 50 por 100 de sus participaciones bursátiles concentradas en los dos sectores mencionados, eléctrico y telefónico, puede apuntar a un tipo de estrategia muy peculiar de relación banca-industria. En particular, una en la que no se busca el control total, sino un control parcial que,

**CUADRO NUM. 7
ESPECIALIZACION POR GRADOS DE CONTROL**

A) Número de sociedades

Banco	Participación			
	Débil	Media	Elevada	Mayoritaria
Banesto	13	7	5	5
Bilbao-Vizcaya	8	11	2	1
Central	9	6	4	2
Hispano	11	9	1	—
Santander	7	5	1	1
Pastor	1	2	—	1

B) Porcentaje de la Corporación Industrial

Banco	Participación			
	Débil	Media	Elevada	Mayoritaria
Banesto	10,21	14,62	27,43	47,73
Bilbao-Vizcaya	43,60	31,34	19,03	6,04
Central	19,96	31,14	28,43	20,47
Hispano	40,70	35,63	23,67	—
Santander	27,69	24,52	1,22	46,57
Pastor	30,93	43,66	—	25,41

sin modificar las grandes líneas de actuación de la empresa participada, permita capitalizar su influencia en términos de negocio bancario inducido.

Una estrategia semejante es especialmente apropiada para los dos sectores mencionados. Por un lado, y como ya se ha mencionado, la elevada dimensión de las empresas encuadradas en ellos haría enormemente costoso obtener una participación significativa. Por otra parte, la elevada dispersión del accionariado de aquéllas permite ejercer un grado de control proporcionalmente más elevado que el que se derivaría del mero cómputo del porcentaje poseído del capital. Y, finalmente, a nadie se le escapa el gran potencial de negocio bancario inducido que ambos sectores presentan, tanto por la vía del activo (domiciliación de cobros de tarifas) como del pasivo (fuerte necesidad de fuentes de financiación).

En el otro extremo, Banesto y Central parecen haber optado por una estrategia más cercana a la

**CUADRO NUM. 8
CAPITALIZACION BURSÁTIL. JUNIO 1990**

Banco	Total	Corporación	Porcentaje	Porcentaje Corporación sobre total mercado
Banesto	384.083	309.589	80,6	2,40
Bilbao-Vizcaya	636.998	158.513	24,9	1,23
Central	488.743	200.650	41,1	1,55
Hispano	239.811	104.536	43,6	0,81
Santander	501.247	107.293	21,4	0,83
Pastor	56.168	19.863	35,4	0,15

búsqueda de posiciones de control mayoritario en las compañías participadas. Una estrategia semejante —que debe especializarse, por otra parte, en sectores más puramente industriales— pretende bien un posicionamiento estratégico que permita influir de forma directa en la gestión de las participadas, o bien montar una serie de «cabeceras» de corporación industrial que permitan su enajenación, total o parcial, sin necesidad de consultar o agrupar a otros accionistas mucho más dispersos.

El carácter más puro de sectores industriales (altamente cíclicos, por otra parte, como los de construcción, químico y siderometalúrgico) en las participaciones de Banesto y Central se ha puesto de manifiesto también en la espectacular revalorización que éstas experimentaron durante los años de fuerte expansión económica y bursátil. Pero, al mismo tiempo, son también las más expuestas al riesgo en caso de una sensible contracción en el ritmo de actividad económica, lo que sin duda debe traducirse en una diferente percepción por el mercado bursátil de las diferentes estrategias seguidas por unos y otros bancos, como analizaremos en la siguiente sección.

Antes, sin embargo, consideramos apropiado finalizar la presente sección con un análisis comparativo del tamaño de las participaciones bursátiles de los grandes bancos en relación con su actividad puramente bancaria.

En el cuadro núm. 8 se presenta la capitalización bursátil de cada uno de los seis bancos considerados, así como la de sus participaciones industriales y el peso que éstas representan sobre el valor total del banco y del mercado bursátil en general. El complemento a cien del primer porcentaje reflejaría el peso del negocio puramente bancario sobre la capitalización del banco en cuestión.

No cabe duda alguna respecto de considerar a Banesto como el banco español con mayor vocación industrial, a juzgar por la dimensión de sus participaciones empresariales, tanto en términos absolutos como relativos al tamaño del banco. Un 80 por 100 de la capitalización bursátil total de dicha entidad constituye su participación en empresas cotizadas. Ello tiene otra lectura alternativa, y es que tan sólo un 20 por 100 de la capitalización bursátil de Banesto, es decir, unos 75.000 millones de pesetas, a precios de junio de 1990, correspondería al negocio puramente bancario de dicha entidad, cifra que quedaría muy por debajo de las que aparecen en los restantes grandes bancos españoles.

IV. PARTICIPACION BANCARIA Y PRECIOS DE LAS ACCIONES

1. Valoración bursátil de los bancos

La reflexión anterior sobre el «reducido» valor del negocio puramente bancario en Banesto nos conduce a la necesidad de abordar la cuestión de cómo valora el mercado bursátil las relaciones banca-industria, tanto desde la perspectiva de los bancos como de las empresas participadas.

Para ello hemos efectuado un doble análisis: estático y dinámico. En primer lugar, una comparación de *ratios* de valoración bursátil en un momento dado y, en segundo lugar, un análisis de la variación experimentada en dicha valoración y su relación con las participaciones accionariales del sector bancario.

En el cuadro núm. 9 se presenta, para cada uno de los bancos considerados en el análisis, el valor, a 30 de junio de 1990, de los dos *ratios* de valoración bursátil más comúnmente aceptados, y comentados en la sección introductoria: el PER, o relación precio/beneficio, y el valor de mercado expresado como relación sobre el valor contable. Ambos *ratios* de valoración, por otra parte, han sido calculados tanto para la entidad financiera, considerada como un todo, como separando en ella su actividad de participación en la industria y el negocio puramente bancario.

Es necesario insistir en el carácter aproximado de la estimación de dichos *ratios* de valoración, y especialmente del PER, cuando se separan ambas líneas de actividad. No plantea, en principio, problema alguno la separación de los valores de mercado de ambas actividades, como hemos abordado en la sección anterior. En lo que hace referencia a valor contable (o beneficios) de la «corporación» industrial, los hemos calculado aplicando los porcentajes de participación correspondientes a los valores contables y beneficios de las empresas participadas. Sustrayendo ambos de los valores contables y beneficios de cada entidad bancaria considerada en conjunto, se obtiene el valor de dichas magnitudes atribuible al negocio puramente bancario.

Dejando de lado el caso del Banco Pastor, por la particularidad de su reciente desinversión de Gas Madrid, el análisis del resto de los bancos arroja interesantes conclusiones, algunas de las cuales difieren de otras comentadas anteriormente sobre los paralelismos entre diferentes bancos en cuanto a sus estrategias industriales. Tal es el caso del Central, más cercano en dicha estrategia al

CUADRO NUM. 9
RATIOS DE VALORACION BURSATIL. BANCOS

A) PER (Relación precio/beneficio)

Banco	Total	Negocio bancario	Corporación industrial
Banesto	15,1	6,2	23,1
Bilbao-Vizcaya	7,1	5,8	22,8
Central	12,2	9,4	21,2
Hispano	6,9	4,4	29,0
Santander	10,6	9,2	24,2
Pastor	16,0	14,6	19,6

B) Relación valor de mercado/valor contable

Banco	Total	Negocio bancario	Corporación industrial
Banesto	1,9	0,6	4,0
Bilbao-Vizcaya	1,6	1,6	1,8
Central	2,4	3,3	1,8
Hispano	1,6	1,9	1,3
Santander	2,5	3,6	1,2
Pastor	2,0	1,9	2,0

Banesto que a BBV o Santander, y que, sin embargo, presenta unos *ratios* de valoración más cercanos a estos últimos. De hecho, es el banco que presenta unos *ratios* más elevados de valoración del negocio puramente bancario, al tiempo que sus participaciones empresariales presentan unos *ratios* de valoración más en línea con los observados en sectores regulados, o defensivos, que en sectores cíclicos, o de industria pesada.

Es, sin lugar a dudas, Banesto el que presenta unos *ratios* de valoración totalmente acordes con la estrategia sectorial y participativa anteriormente analizada; sus participaciones empresariales presentan, con gran diferencia, un más elevado *ratio* de valor de mercado a valor contable, al tiempo que es el negocio bancario de dicha entidad el que presenta un menor *ratio* de valoración.

Con independencia de la mayor o menor eficiencia en la gestión del negocio puramente bancario, existe una posible interpretación de por qué el mercado valora a dicho negocio menos en Banesto que en el resto de los grandes bancos. Dado el fuerte peso que las participaciones industriales tienen sobre el activo total de dicha entidad, la contrapartida no es otra que una notable «desbancarización» relativa de ésta. En la medida en que una actividad con mayor nivel de riesgo que la bancaria tradicional se encuentra respaldada, en el lado del pasivo, por un nivel de recursos propios típicos de la actividad bancaria, es evidente que la mencionada institución se halla en una situación de menor solvencia relativa que el resto de las entidades bancarias, lo que lógicamente debe hallarse incorporado en sus menores *ratios* de valoración bancaria, pues es esta actividad la que, en última instancia,

soporta el riesgo asumido por las participaciones industriales.

La relación entre la valoración bursátil de los diferentes bancos y sus respectivas participaciones empresariales la hemos completado con un análisis de carácter intertemporal. En particular, estamos interesados en averiguar en qué medida la evolución de los precios en Bolsa de los diferentes bancos se halla condicionada por la de los precios de sus empresas participadas.

El primer problema metodológico que se plantea para llevar a cabo un análisis de esas características es el de definir, para cada banco, una variable que resuma la evolución de los precios de sus participadas. Para ello, hemos reconstruido la evolución semana tras semana, durante el período de enero de 1988 a junio de 1990, del valor de mercado de la «corporación» industrial de cada banco. Sobre dicha evolución es ya inmediato el cálculo de variaciones semanales, cuya significación es equivalente a las de un índice representativo de las participaciones industriales de cada banco.

Los gráficos 1 a 6 presentan, para cada uno de los seis bancos analizados, la evolución temporal de su capitalización bursátil y la de sus participaciones industriales. Al pie de cada gráfico se presentan los estadísticos que resumen la relación existente entre los movimientos en una y otra variable; es decir, los resultados de una regresión lineal entre las rentabilidades bursátiles semanales del banco en cuestión y las de sus empresas participadas.

Si bien en todos los bancos tiene lugar una relación positiva y significativa entre ambas variables, pues el estadístico «t» de Student es en todos los casos superior a 1,95, no sorprende en absoluto encontrar que Banesto es, una vez más, el que presenta una evidencia más clara en este sentido. Tanto por el valor estimado del coeficiente de regresión como por el estadístico «t» del mismo, o por el coeficiente de determinación (R²), indicativo de la bondad de ajuste de la regresión, puede deducirse claramente que es Banesto el banco en el que más estrechamente se hallan relacionadas sus cotizaciones bursátiles con el comportamiento de sus empresas participadas. En el otro extremo, son el Bilbao Vizcaya, el Santander y el Pastor los que presentan, en sus cotizaciones bursátiles, una sensibilidad menor a las de sus empresas participadas, mientras el Central y, una vez más, el Hispano, parecen alinearse más cerca de Banesto.

En suma, todos los análisis anteriores de la valoración bursátil de los bancos españoles parecen

CUADRO NUM. 10
**RATIOS DE VALORACION BURSATIL.
EMPRESAS CON PARTICIPACION BANCARIA**

A) Regresión simple

Variable explicativa	Variable explicada	
	PER	Precio/valor contable
Participación bancaria	0,004 (0,061)	0,006 (0,626)

B) Regresión múltiple con variables sectoriales dummy

Variable explicativa	Variable explicada	
	PER	Precio/valor contable
Participación bancaria	0,028 (0,402)	0,147 (1,546)
Eléctrico	5,656 (1,048)	-2,776 (-3,903)
Alimentación	9,030 (1,707)	-0,977 (-1,455)
Construcción	9,315 (2,111)	-0,252 (-0,431)
Siderometalúrgico	-4,342 (-0,951)	-1,679 (-2,838)
Químico	-0,052 (-0,011)	-2,359 (-3,662)
Comunicación	-2,476 (-0,344)	-1,263 (-1,409)

coincidir en la importancia que sobre aquella tienen las participaciones industriales de cada banco, tanto en términos de su tamaño relativo sobre el banco como en términos de su composición sectorial o por grado de control ejercido.

2. Valoración bursátil de las empresas participadas

El análisis de las relaciones banca-industria, desde la perspectiva del mercado bursátil, quedaría incompleto si obviásemos la otra cara de la moneda; es decir, el posible efecto que sobre la valoración bursátil de las empresas industriales puede tener el hecho de contar con una importante presencia bancaria en su accionariado. Ni que decir tiene que, dado el elevado número de empresas industriales sobre las que disponemos de datos sobre participación bancaria, es impensable efectuar un análisis particularizable para cada una, como hemos hecho en el caso de los grandes bancos. Antes bien, pretendemos analizar si se presentan patrones de comportamiento generalizado que puedan ser identificados por procedimientos estadísticos simples.

Al igual que en el caso de los bancos, hemos examinado la valoración bursátil de las empresas desde una doble perspectiva: estática y dinámica. En el primer caso, tratando de explicar sus diferentes ratios de valoración (PER y valor de mercado/

valor contable) en función de la presencia bancaria en su accionariado; en el segundo, tratando de identificar la posible incidencia de esta última sobre la evolución intertemporal de los precios de las acciones de las empresas.

Para llevar a cabo el primer tipo de análisis hemos estimado regresiones de tipo transversal; es decir, con observaciones correspondientes a cada una de las 162 empresas industriales de que consta la muestra total utilizada. La variable a explicar es el *ratio* de valoración de cada empresa, medido alternativamente por PER o por valor de mercado/valor contable, y la variable explicativa es el peso de la participación bancaria en el accionariado de la empresa en cuestión.

En el cuadro núm. 10 (parte A) se presentan los resultados de las estimaciones de dichas regresiones simples. Los coeficientes estimados son positivos para los dos *ratios* de valoración utilizados, si bien la escasa significación estadística de éstos, a causa de los reducidos valores de los estadísticos «t» de Student, impide aceptar como resultado generalizable la existencia de relación positiva entre la presencia bancaria en el accionariado de las empresas y la valoración que el mercado hace de ellas.

Los resultados apenas varían cuando se amplía el modelo a estimar, permitiendo la presencia de diferencias entre los distintos sectores industriales, lo que se lleva a cabo mediante la utilización de variables *dummy* sectoriales (es decir, variables con valor 1 ó 0, según la empresa pertenezca o no a un determinado sector). Los resultados que aparecen en la parte B del cuadro núm. 10, aunque mejoran algo la significación estadística de los coeficientes estimados, no permiten tampoco generalizar sobre una relación entre ambas variables.

El análisis, desde una perspectiva dinámica, trata de inferir, por su parte, si la participación bancaria influye sobre el comportamiento intertemporal de los precios de las acciones de las empresas participadas. Ello lo hemos abordado mediante el análisis de algún parámetro representativo de la variabilidad temporal de los precios de las acciones.

En particular, se trata de inferir si el coeficiente Beta, indicativo de la volatilidad de una acción se ve afectado por el hecho de que la empresa tenga presencia bancaria en su accionariado. Como se abordó en la primera sección del artículo, existen argumentos a favor y en contra de una relación entre ambos parámetros, por lo que es probable una relación ambigua. Ese es, efectivamente, el resultado que emerge de una regresión de tipo transversal, al estilo de las efectuadas con los *ratios* de valoración, entre el coeficiente Beta de cada acción y el peso de la participación bancaria en el capital de la empresa. Los coeficientes estimados no son en absoluto significativos, por lo que es imposible concluir la existencia de relación alguna entre ambas variables.

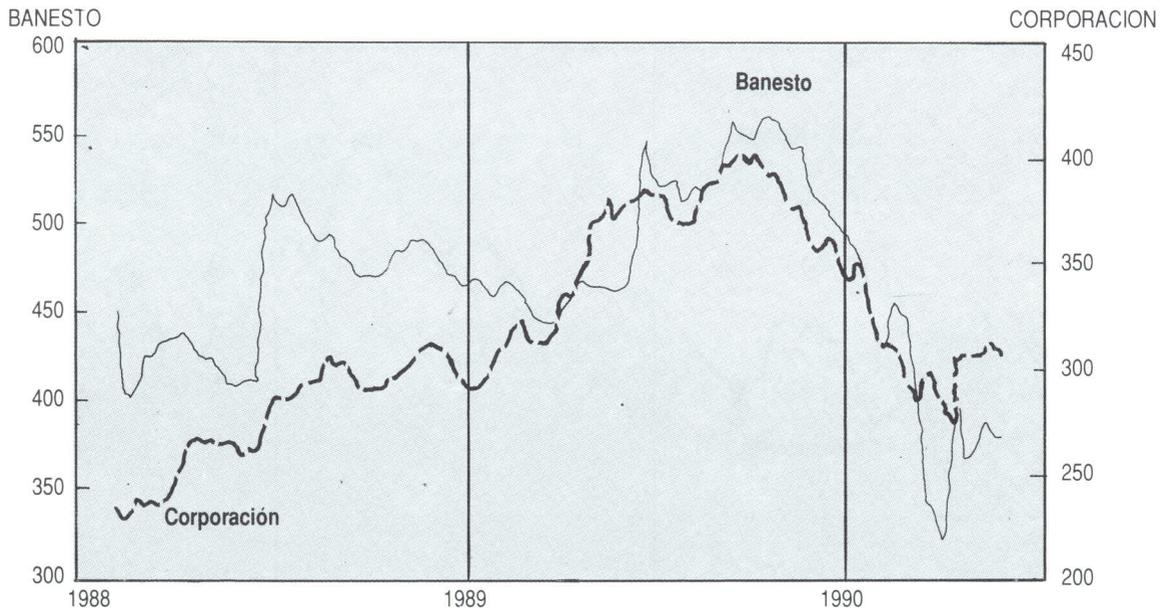
En suma, ni los *ratios* de valoración bursátil de las empresas ni la volatilidad de los precios de sus acciones parecen guardar relación significativa alguna con la presencia bancaria en su accionariado, lo que sería consistente con un cierto carácter compensador de los argumentos positivos y negativos discutidos en la primera sección.

NOTA

(*) Utilizaremos genéricamente la expresión «corporación industrial» para referirnos al conjunto de participaciones industriales de un banco, aunque no hayan tomado tal forma legal.

Gráfico 1

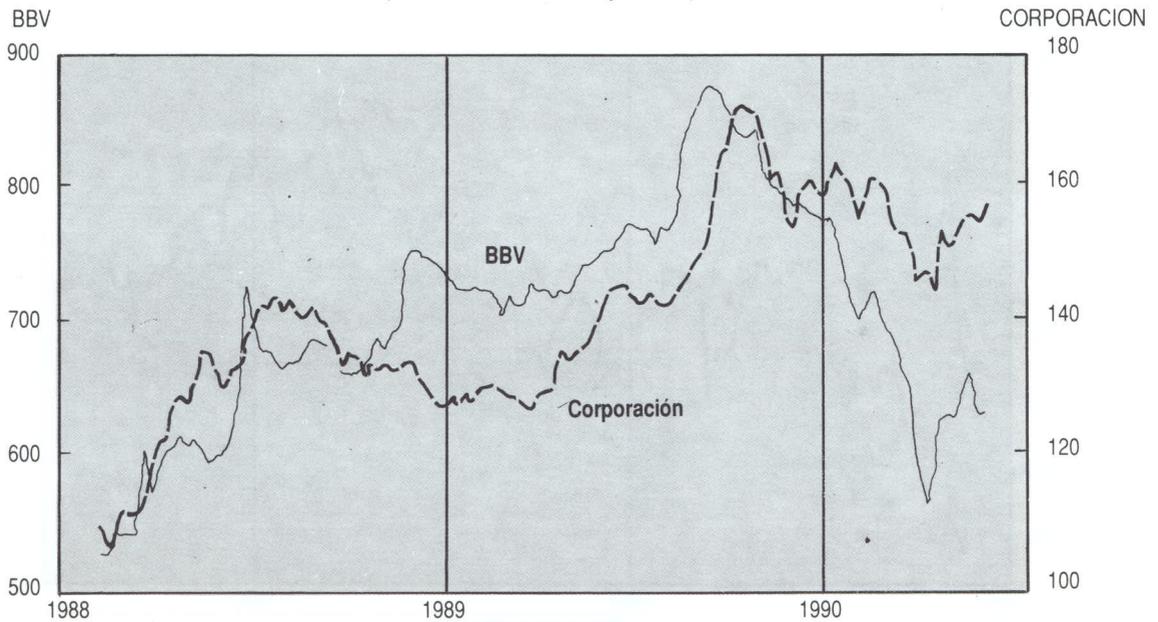
CAPITALIZACION BURSATIL DE BANESTO Y CORPORACION
(Miles de millones de pesetas)



Regresión estimada
 $\text{Rentabilidad Banco} = -0.002 + 0.667 \text{ Rentabilidad Corporación} + e$
(-0.07) (5.11)
 $R^2 = 17.98\%$

Gráfico 2

CAPITALIZACION BURSATIL DEL BANCO BILBAO - VIZCAYA Y CORPORACION
(Miles de millones de pesetas)



Regresión estimada
 $\text{Rentabilidad Banco} = -0.0007 + 0.376 \text{ Rentabilidad Corporación} + e$
(0.03) (2.90)
 $R^2 = 6.61\%$

Gráfico 3

CAPITALIZACION BURSATIL DEL BANCO CENTRAL Y CORPORACION
(Miles de millones de pesetas)

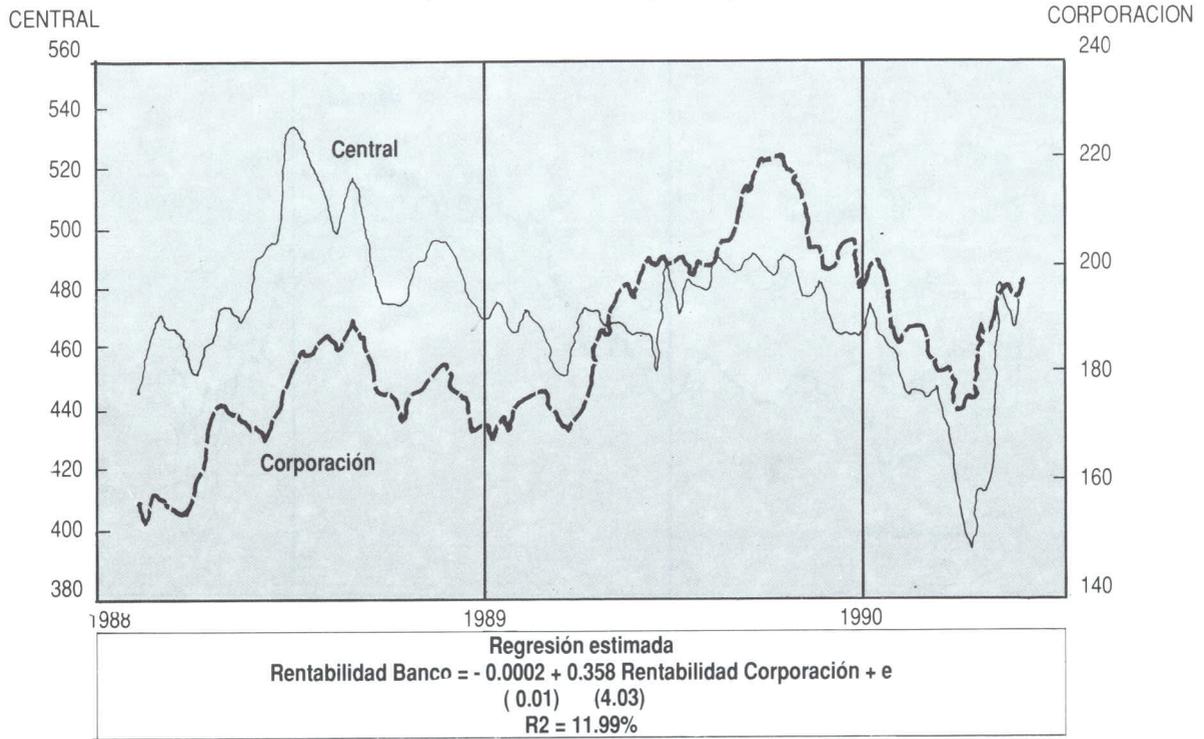


Gráfico 4

CAPITALIZACION BURSATIL DEL BANCO HISPANO Y CORPORACION
(Miles de millones de pesetas)

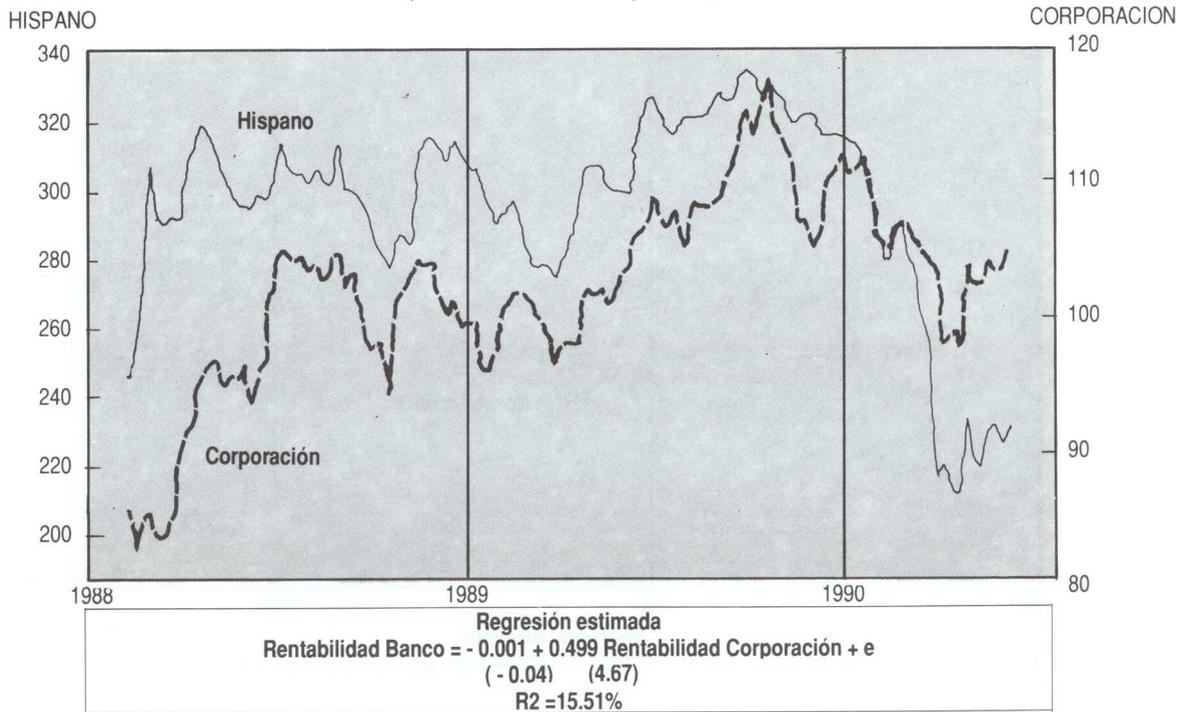


Gráfico 5

CAPITALIZACION BURSATIL DEL BANCO SANTANDER Y CORPORACION
(Miles de millones de pesetas)

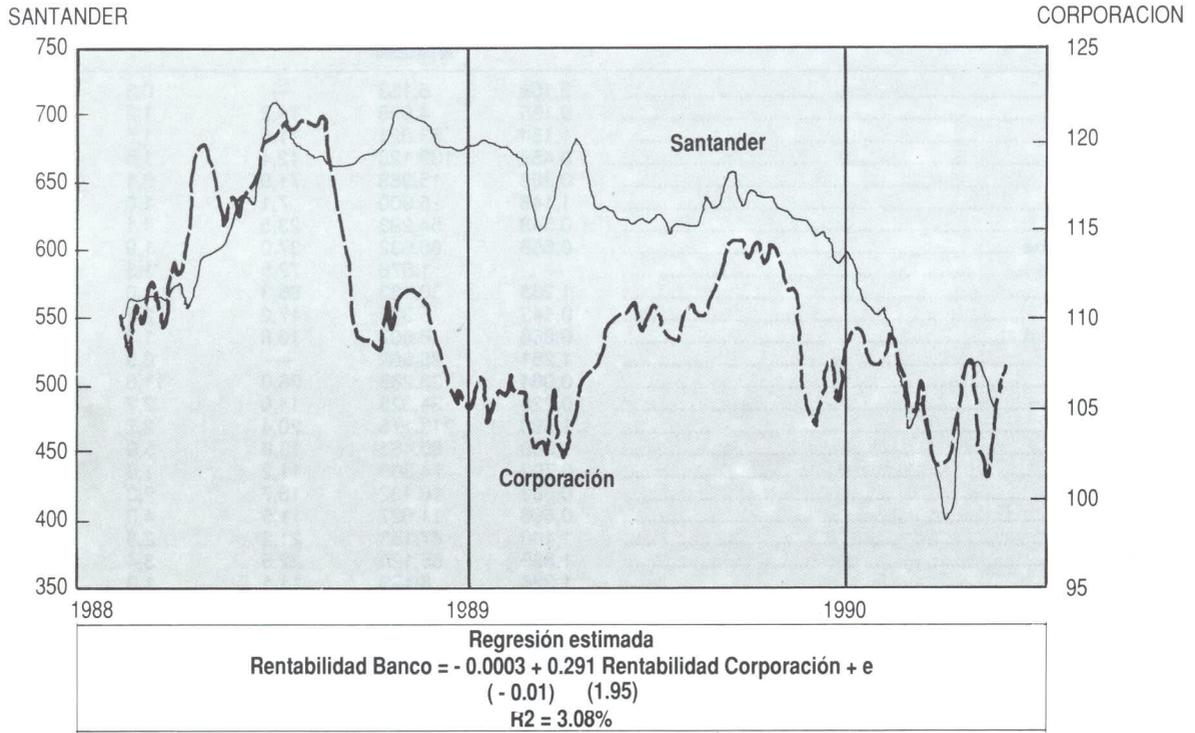
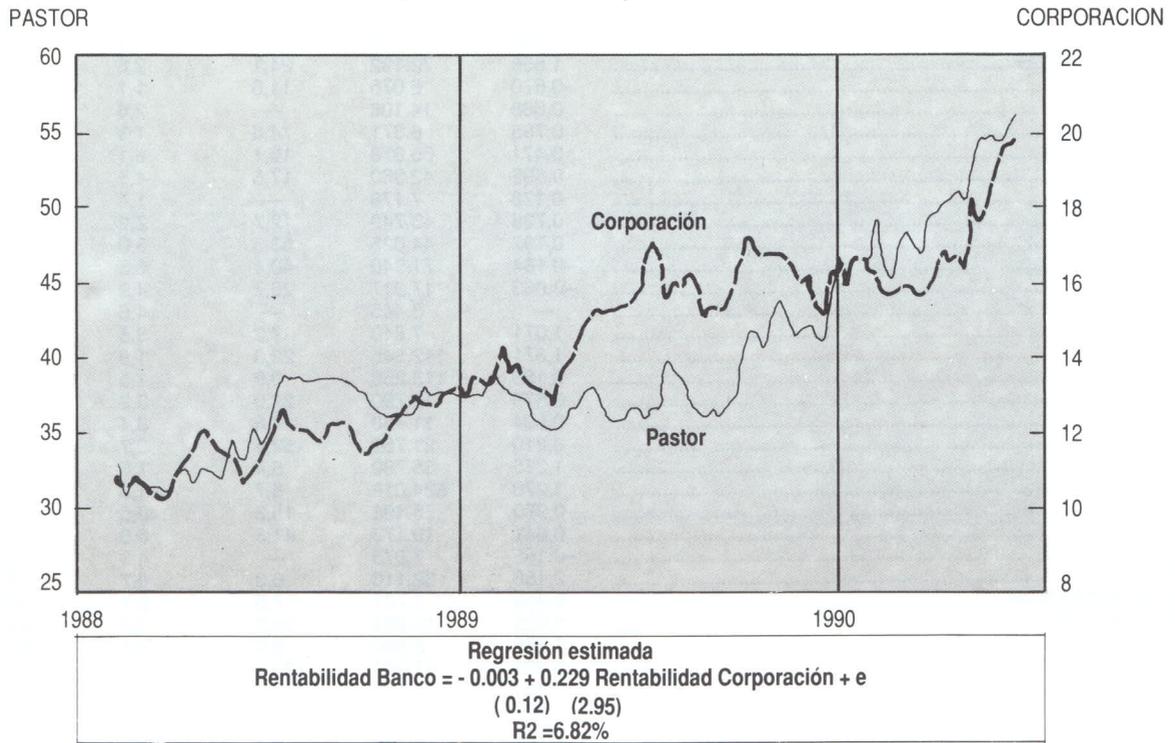


Gráfico 6

CAPITALIZACION BURSATIL DEL BANCO PASTOR Y CORPORACION
(Miles de millones de pesetas)



ANEXO
RELACION DE EMPRESAS SELECCIONADAS. VARIABLES FUNDAMENTALES

<i>Sociedades no financieras</i>	<i>Beta</i>	<i>Capital bursátil (Miles de millones de pesetas)</i>	<i>PER</i>	<i>Precio/valor contable</i>	<i>Participación bancaria (Porcentaje)</i>
Acenor	2,108	6.133	—	0,3	0,00
Aceprosa	0,186	4.698	14,2	1,2	28,00
Acerinox	1,154	83.021	11,6	1,5	33,81
Acesa	0,459	139.128	12,4	1,0	17,40
Afisa	0,288	15.988	71,9	3,1	0,00
Aforasa	1,148	5.900	7,1	1,0	0,00
Agromán	0,548	54.293	23,5	4,1	50,27
Aguas Barcelona	0,658	86.632	37,0	1,9	18,77
Aguas Valencia	—	1.576	72,5	1,5	4,50
Aguila	1,263	30.133	86,3	1,0	0,00
Alcázar	0,143	5.335	17,2	2,2	0,00
Algodonera, S. A.	0,666	6.907	10,8	1,7	0,00
Amper	1,281	26.362	—	0,9	12,56
Antena 3	0,064	23.288	26,0	11,6	0,00
Argón	0,228	24.323	14,0	2,2	0,00
Asland	1,599	213.178	20,4	2,7	0,00
Astur. Zinc	1,369	80.465	13,8	5,9	54,70
Aumar	0,702	74.365	11,2	1,0	50,55
Aux. Cobra	0,583	16.132	13,7	2,3	0,00
Azkoyen	0,696	11.027	11,5	4,0	0,00
Azucarera	1,140	47.153	21,2	2,9	43,45
A. Cataluña	1,899	65.120	22,5	3,4	0,00
A. Familiar	1,324	6.173	11,1	1,3	0,00
A. Hornos Vizcaya	1,335	13.716	2,1	0,4	21,39
Bami	1,333	9.360	11,5	1,4	0,00
Bendix España	0,807	11.314	5,9	1,5	0,00
Bodegas	0,428	17.069	23,8	2,0	56,06
CAMPSA	0,769	216.479	15,3	1,9	0,00
Carbuos Met.	1,128	84.585	49,1	2,7	38,60
Cartemar	0,837	3.539	8,8	1,3	0,00
Catalana Gas	1,017	125.361	24,7	2,4	0,00
Ceisa	-1,001	6.300	—	3,8	0,00
Celbasa ATO	-0,026	5.807	—	2,0	7,50
CEPSA	1,436	125.762	11,6	1,1	30,96
Ceselsa	0,609	9.167	53,8	2,3	11,73
Cevasa	-0,063	7.765	22,6	1,0	0,00
Citroën	1,070	60.387	3,7	1,1	0,00
Corporación Mapfre	1,460	165.139	30,6	4,1	0,00
Cristalería	1,590	152.734	22,8	4,5	0,00
Cubiertas MZOV	1,656	72.192	24,1	2,6	9,00
CAE	0,670	6.075	11,6	1,1	0,00
CAF	0,868	14.108	—	2,6	0,00
C. A. Ibérica	0,795	6.371	74,6	1,3	13,40
C. Campofrío	0,471	65.078	19,1	6,1	24,10
C. Cosmos	0,593	42.360	17,5	4,5	0,00
C. Garavilla	0,178	7.178	—	1,4	29,20
C. Kanguros	0,795	3.749	12,7	2,2	0,00
C. Lemona	0,797	44.025	53,3	5,0	4,00
C. Noroeste	-0,164	71.940	40,4	6,5	0,00
C. Rezola	-0,063	17.317	23,7	4,9	0,00
Damm	—	3.445	—	4,6	0,00
Dimetal	1,071	7.840	7,2	3,5	0,00
Dragados	1,871	112.545	22,3	1,9	24,00
Ebro	0,186	113.258	9,9	1,5	10,91
El Encinar	0,879	17.790	27,0	3,2	0,00
Elecnor	0,594	11.450	14,8	3,4	0,00
Elosúa	0,810	21.750	52,4	3,7	10,00
ENCE	1,275	35.780	5,4	1,3	0,00
Endesa	1,276	624.012	8,7	1,3	0,00
Enher	0,970	75.498	15,3	0,5	0,26
EPPIG	0,641	10.173	41,3	0,6	0,00
Ercos	-0,153	7.875	—	4,1	0,00
Ercros	2,188	82.110	6,3	0,7	7,80
Esp. Alimentación	0,359	2.727	7,5	2,1	0,00
Esp. A. Tudor	1,625	19.665	35,3	1,2	61,47
Esp. del Zinc	1,494	6.890	8,5	2,4	50,57
Esp. Oxígeno	0,492	57.267	29,1	5,9	33,03
Eurobuilding	0,883	4.185	70,7	1,3	0,00
Europistas	0,248	29.848	11,8	0,9	0,00
E. de Viesgo	0,103	60.253	18,4	1,1	84,43

ANEXO (Continuación)

<i>Sociedades no financieras</i>	<i>Beta</i>	<i>Capital bursátil (Miles de millones de pesetas)</i>	<i>PER</i>	<i>Precio/valor contable</i>	<i>Participación bancaria (Porcentaje)</i>
E. Aragonesas	1,160	39.597	10,4	1,0	0,00
E. R. Zaragoza	1,114	13.518	8,1	0,4	0,00
E. Urbanos	0,123	4.037	—	2,5	0,00
Fasa	0,488	113.222	14,5	1,0	0,00
Fecsa	0,889	123.070	29,8	0,5	16,50
Filo	0,697	6.043	9,7	1,2	0,00
Finanzauto	1,564	35.331	15,3	2,5	0,00
FOCSA	1,059	118.791	41,2	5,3	2,13
Frimancha	0,471	1.763	10,6	1,8	0,00
F. y Minera	0,658	70.875	38,7	9,7	0,00
Gas Madrid	0,589	44.145	99,7	4,2	0,00
GESA	1,004	37.655	8,6	0,9	1,20
G. Anaya	0,190	40.958	13,8	10,1	0,00
G. Fosforera	0,468	18.515	14,1	1,2	0,00
G. Hispano Suiza	0,512	14.960	11,7	4,0	0,00
Hércules Hispano	0,327	14.880	—	9,4	0,00
Hidrola	1,202	211.161	11,5	0,5	15,36
Hidronitro	0,190	2.969	5,9	1,7	9,68
Hidruña	0,561	55.737	—	1,0	0,00
Hisaiba	1,172	86.294	35,7	4,1	0,00
Huarte	1,185	37.867	26,5	1,7	0,00
H. Cantábrico	0,977	61.922	14,1	0,7	6,92
H. Coto Cortés	0,925	9.382	9,5	2,4	53,80
Iberduero	1,279	311.693	10,7	0,6	7,75
Iberpistas	0,444	28.210	—	1,0	0,00
Ib. Frío	0,178	6.035	19,5	5,1	0,00
Imisa	0,282	512	7,6	1,1	0,00
INDO	0,446	13.192	18,7	4,1	0,00
Ind. Agrícolas	1,083	39.333	10,4	2,5	11,33
Ind. Besós	0,577	2.781	3,8	0,9	0,00
INYPSA	0,220	1.100	10,4	1,1	0,00
I. Metrovacesa	0,106	73.365	32,1	2,9	38,25
Jumberca	—	787	—	0,7	14,03
Koipe	0,761	19.597	14,0	1,7	5,00
La Estrella	-0,120	13.000	24,0	4,0	0,00
Lingotes Esp.	0,070	7.317	11,5	5,1	0,00
Liwe Esp.	0,413	3.777	10,1	2,8	0,00
L. R. Santana	1,831	6.570	—	0,6	0,00
Macosa	1,143	11.603	—	0,8	0,00
Midesa	0,009	8.900	20,6	4,5	0,00
Molins	—	20.109	37,3	7,3	0,00
Moulinex	0,759	10.696	7,9	2,4	0,00
M. Duro-Felguera	1,014	19.008	12,6	1,1	10,70
Nissan	1,669	93.687	9,1	1,4	0,00
N. Correa	0,376	5.360	7,8	2,9	11,66
N. Montaña Quijano	1,125	14.755	4,4	1,1	5,00
Pap. Española	1,675	12.737	21,2	1,0	1,00
Pap. Navarra	1,226	2.908	40,7	0,4	8,00
Pascual H.	1,057	13.130	—	1,8	0,00
Pebsa	0,705	4.717	8,6	0,6	0,00
Pescanova	0,280	19.479	23,2	3,0	5,00
Petromed	1,288	76.086	17,1	2,1	43,50
Ponferrada	0,490	2.228	—	1,9	0,00
Prim	0,516	5.410	16,7	2,1	0,00
Prima Inmob.	0,467	81.755	27,0	2,1	0,00
Procisa	0,628	70.000	—	11,9	0,00
Prosegur	0,665	52.000	21,4	5,8	0,00
P. Valderribas	1,036	151.500	25,0	5,3	0,00
Radiotrónica	0,269	18.590	16,8	8,5	100,00
Renfila	0,048	5.288	—	3,1	0,00
Renta Inmob.	0,266	39.793	27,8	1,2	0,00
Repsol	0,862	756.000	11,7	2,8	5,00
Rocalla	0,584	5.330	17,4	1,4	0,00
R. Zubiri	0,613	1.837	26,0	0,6	0,00
Saba	0,305	15.933	19,4	2,5	5,07
Sansón	1,151	8.874	25,1	8,0	49,33
Sarrió	0,931	52.013	3,4	0,7	4,00
Seda	1,239	5.730	—	0,4	0,00
Sefanitro	0,981	1.738	—	0,3	0,00
Sevillana	0,851	141.780	10,0	0,5	21,85
Siemens	-0,027	9.720	44,9	0,9	0,00

ANEXO (Conclusión)

<i>Sociedades no financieras</i>	<i>Beta</i>	<i>Capital bursátil (Miles de millones de pesetas)</i>	<i>PER</i>	<i>Precio/valor contable</i>	<i>Participación bancaria (Porcentaje)</i>
Sniace	1,265	15.389	20,2	1,2	30,99
Sotogrande	0,653	18.000	17,9	0,4	0,00
S. A. Metalogenia	0,386	1.100	7,1	1,5	0,00
S. Miguel	0,931	72.135	28,3	8,1	0,00
S. Nansa	0,574	6.950	44,3	1,4	42,62
Tabacalera	1,288	139.931	14,3	2,9	0,00
Tab. Filipinas	0,704	8.834	—	1,3	2,90
Tafisa	0,786	14.787	21,5	1,0	6,15
Telefónica	0,751	758.470	11,0	0,6	10,00
Tormaleo	0,095	2.966	9,4	2,6	16,30
Tubacex	2,115	19.115	9,2	0,8	0,00
Tycsa	0,617	5.168	17,7	1,4	0,00
Uniasa	1,048	21.617	23,2	2,5	0,00
Uniland	0,221	72.576	18,3	6,3	0,00
Unión Cervecera	0,908	8.410	—	1,3	0,00
Unión-Fenosa	0,981	130.701	11,5	0,5	5,50
Unipapel	0,527	17.304	13,5	1,3	0,00
Uralita	1,702	111.702	19,4	2,6	0,00
Urbas	0,682	11.203	16,5	1,8	10,00
Urbis	1,664	47.169	26,7	2,2	10,00
Unión Fénix	1,718	88.200	19,6	7,0	53,31
U. Resinera	0,127	4.920	10,5	1,5	48,28
Valenciana	0,407	198.201	29,8	4,7	0,00
Vallehermoso	1,423	89.585	30,4	3,0	27,62
Vídrala	1,427	10.688	17,7	2,1	14,43
Vilesa	0,277	6.286	19,0	1,7	30,93
Viscofán	0,872	47.700	18,9	9,3	0,00
Xey	0,152	4.550	12,1	2,9	0,00
Zabálburu	0,781	6.391	8,0	1,9	13,00
Zardoya	1,216	54.978	15,8	7,4	0,00

<i>Sociedades financieras</i>	<i>Beta</i>	<i>Capital bursátil (Miles de millones de pesetas)</i>	<i>PER</i>	<i>Precio/valor contable</i>
B.N.P Esp.	1,346	30.888	34,0	2,1
Alicante	0,065	33.408	15,4	4,8
Andalucía	0,954	44.108	7,0	2,0
Atlántico	0,661	59.599	10,7	1,9
Bilbao-Vizcaya	0,734	636.998	7,1	1,6
Barclays	0,580	42.028	13,6	1,5
Castilla	0,262	23.979	6,1	1,9
Central	0,527	488.743	12,2	2,4
C. Español	0,215	28.534	10,2	2,3
C. Trans.	—	30.976	15,0	1,7
Crédito Balear	0,135	9.867	9,3	2,0
Banesto	1,025	384.083	15,1	1,9
Exterior	0,433	195.576	16,7	2,2
Fomento	0,456	25.167	12,7	1,2
Galicia	0,553	15.666	6,1	1,7
Guipuzcoano	0,715	27.877	11,3	1,9
Herrero	0,597	30.776	8,8	1,8
Hispano	0,863	239.811	6,9	1,6
Bankinter	1,502	151.957	8,9	1,6
Pastor	0,338	56.168	16,0	2,0
Popular	1,103	252.586	7,5	2,7
Progreso	0,551	22.511	8,9	1,2
Santander	0,866	501.247	10,6	2,5
Sindibank	0,177	7.325	18,2	2,3
Valencia	0,912	34.444	7,0	2,2
Vasconia	0,649	11.600	8,1	2,5
Vitoria	0,478	12.735	8,8	1,7
Zaragozano	0,919	51.029	10,6	1,9