

Las bolsas españolas: un análisis económico

María Isabel Ortega Díaz

I. INTRODUCCIÓN

La reforma del mercado de valores acaecida en 1988 y sus desarrollos legislativos posteriores introdujeron importantes avances operativos y técnicos en las bolsas españolas. Sin embargo, persisten en éstas actualmente algunos problemas relacionados con el desarrollo de su tamaño, a pesar de que el informe de la Comisión para el Estudio del Mercado de Valores (1), en su momento, considerara la ampliación de la oferta y demanda bursátiles como uno de los objetivos prioritarios para el logro de su modernización.

En este trabajo, pretendemos llevar a cabo un análisis económico del mercado bursátil en España empleando como hilo conductor la evolución de su dimensión, así como resaltar los cambios constatados, dado que es el escenario en el que tiene lugar la nueva reforma de la Ley del Mercado de Valores para adaptar nuestra legislación a la directiva europea sobre servicios de inversión. Esta reforma, junto con la futura integración de los mercados financieros europeos que tendrá lugar en la tercera fase de la unión monetaria europea justifican que este sea un momento propicio para la reflexión sobre la necesaria promoción del tamaño del mercado bursátil español, como estrategia para hacer frente al incremento de la competencia que estos últimos hechos pueden introducir.

A tal fin, contemplaremos dos enfoques diferentes, aunque complementarios. En primer lugar, estudiaremos el *stock* de valores susceptibles de ser negociados, y en segundo lugar, el volumen de negocio registrado. Junto a ello, nos proponemos detectar algunos problemas que se han generado en este campo. Asimismo, llevaremos a cabo una comparación con el tamaño de las bolsas internacionales. El ámbito temporal analizado en este trabajo se extiende

desde 1980, momento en que empiezan a aparecer en España las primeras disposiciones legislativas orientadas al logro de la modernización del mercado y su adaptación a las nuevas necesidades, hasta 1997, por razones de disponibilidad de la información cuantitativa.

Para los inversores, el atractivo del desarrollo de la dimensión del mercado se halla en la oportunidad de optar entre un abanico más amplio de posibilidades de inversión, que deberán esforzarse por resultar competitivas. Además, al poder comprar y vender en un mercado de mayor tamaño, es previsible el logro de una superior liquidez de los valores de sus carteras y un abaratamiento en los costes. Estas ventajas para los inversores repercutirían directamente sobre los intermediarios bursátiles, que engrosarían su clientela. Los emisores, por otra parte, podrían ofertar sus valores a un volumen superior de inversores y, por tanto, acceder a unos fondos mayores de financiación.

II. ANÁLISIS DE LA DIMENSIÓN DEL STOCK DE VALORES NEGOCIABLES

Para el examen de este aspecto, se emplearán fundamentalmente dos indicadores: el volumen de capitalización admitido en el mercado y el número de empresas cotizadas. Este análisis también nos va a permitir descubrir y señalar algunos rasgos característicos de la bolsa española.

1. Volumen de capitalización (2)

La capitalización admitida a cotización en el mercado bursátil español, expresada en términos efectivos, ha experimentado un continuo e intenso avance a lo largo del período observado, como recoge el

CUADRO NÚM. 1
VOLUMEN DE CAPITALIZACIÓN TOTAL ADMITIDO
A COTIZACIÓN OFICIAL
Bolsa de Madrid

AÑO	NOMINAL		EFECTIVO	
	Billones de pesetas	Porcentaje de variación	Billones de pesetas	Porcentaje de variación
1980	2,940	13,2	2,819	14,2
1981	3,256	10,7	3,341	18,5
1982	3,783	16,2	3,480	4,2
1983	4,023	6,3	3,970	14,1
1984	4,202	4,4	4,704	18,5
1985	5,104	21,5	6,316	34,3
1986	7,487	46,7	11,949	89,2
1987	8,878	18,6	14,185	18,7
1988	10,565	19,0	17,963	26,6
1989	11,369	7,6	21,104	17,4
1990	9,249	-18,6	17,136	-18,8
1991	8,472	-8,4	18,846	10,0
1992	8,398	-0,8	17,664	6,3
1993	8,589	2,3	25,179	42,5
1994	7,712	10,2	24,182	3,9
1995	8,008	3,8	26,357	9,0
1996	7,723	-3,6	34,914	32,5
1997	7,897	2,3	47,626	36,4

Fuente: Bolsa de Madrid. Elaboración propia

cuadro núm.1. Puede apreciarse en dicho cuadro que los datos a partir de los que vamos a establecer conclusiones pertenecen únicamente a la Bolsa de Madrid (3). El motivo radica en que ésta es la de mayor dimensión de las cuatro españolas, y su comportamiento es muy representativo de lo que sucede en el conjunto de todas ellas. Pero no podemos ignorar que este importante crecimiento –como ponen de manifiesto las tasas de variación–, en una cuantía considerable, es producto del comportamiento alcista registrado en la fluctuación de las cotizaciones durante diversos años. Este efecto es eliminado al emplear cifras de capitalización en términos nominales (4). La línea ascendente que la capitalización en términos nominales mantuvo a lo largo de la década de los ochenta (mucho más suave que en términos efectivos) culmina en 1989, momento a partir del cual se produce un descenso importante en su significación, dentro del clima de recesión económica nacional e internacional que tuvo lugar. No obstante, a partir de 1994, tras ser superado éste último, no se ha visto modificada la tendencia del capital registrado en la bolsa española.

El cuadro núm. 2 recoge la distribución de la capitalización entre los diferentes instrumentos para comprobar si se mantiene un comportamiento homo-

CUADRO NÚM. 2
DISTRIBUCIÓN PORCENTUAL DEL CAPITAL
EFECTIVO ADMITIDO A COTIZACIÓN
POR INSTRUMENTOS
Bolsa de Madrid

AÑO	EFECTOS PÚBLICOS	OBLIGACIONES	ACCIONES
1980	20,8	32,3	46,9
1981	19,6	31,6	48,8
1982	25,9	33,7	40,4
1983	23,7	33,2	43,1
1984	20,7	30,6	48,7
1985	20,0	32,4	47,6
1986	24,2	21,6	54,2
1987	25,6	19,8	54,6
1988	28,5	14,2	57,4
1989	24,5	12,0	63,8
1990	19,0	12,5	68,5
1991	11,8	12,4	75,9
1992	11,6	12,9	75,5
1993	6,3	10,9	82,7
1994	7,0	8,9	84,2
1995	7,1	6,1	86,9
1996	5,1	4,4	90,5
1997	4,3	2,8	92,9

Fuente: Bolsa de Madrid. Elaboración propia

géneo en todos ellos. Su examen pone de manifiesto la transformación de la composición del capital admitido a cotización en favor de un desarrollo extraordinario de la proporción de acciones, que pasa a constituir la mayor parte del total (alcanzando en 1997 cerca del 93 por 100 del total del capital admitido a cotización en la Bolsa de Madrid, cuando en 1980 era sólo de un 46,9 por 100) y, por lo tanto, el repliegue de la renta fija, tanto pública como privada. La tendencia a prevalecer la renta variable sobre la fija es opuesta a la observada en otros muchos países, y persiste en los últimos años a pesar de las iniciativas incentivadoras introducidas en este segmento. No obstante, dentro de la capitalización correspondiente a la renta fija, se constata un importante cambio de tendencia. Si hasta 1988 se incrementaba paulatinamente el volumen de títulos públicos y decrecía notablemente el de obligaciones privadas, con posterioridad a esta fecha el primero de ellos se incorpora a la tendencia del segundo debido a criterios de contabilización (5), experimentando ambos una gran disminución.

En España, la capitalización de la renta fija privada en su conjunto –incluyendo la bursátil y la del mercado AIAF– es bastante reducida en comparación con la deuda pública (considerando dentro de ella tanto la del mercado de deuda pública anotada como la bursátil). Esto revela, en primer lugar, una clara reticencia de las empresas nacionales a la utilización de la emisión de títulos de renta fija como forma de financiación, aunque éste no es el único motivo que lo justifica. En segundo lugar, este hecho es indicativo de que la competencia de la deuda pública –cuyos valores cubren todos los plazos, poseen un mercado secundario muy líquido y han disfrutado de altas rentabilidades sin riesgo– es difícil de vencer. No obstante, en la estructura de la renta fija bursátil sucede lo contrario. En los años observados, ha aumentado mucho la importancia relativa de la capitalización bursátil en renta fija emitida por empresas –financieras o no–, pasando de menos del 45 por 100 respecto al volumen total en 1990 al 56,9 por 100 que suponen en la Bolsa de Madrid en 1995, aunque en los dos últimos años ha vuelto a descender, de modo que en 1997 se registra un 39,4 por 100.

No podemos ignorar la presencia en la Bolsa de Madrid, desde 1990, de capitalización procedente de valores extranjeros, al constituir una contribución importante al volumen registrado y, por tanto, al tamaño del mercado. Así, en el segmento de la renta variable, ésta ha ido progresivamente aumentando, cifrándose a finales de 1997 en 8.642,7 billones de pesetas (lo que equivalía al 19 por 100 de la capitalización total de las bolsas españolas), aunque sólo procedía de las

cuatro empresas extranjeras cotizadas al cierre de nuestra observación (6).

Efectuando una comparación internacional de los volúmenes de capitalización global que presentan las bolsas, se aprecia una dimensión de la española bastante reducida y extremadamente lejana de la que caracteriza a los principales centros bursátiles mundiales, e incluso de su entorno europeo, como se deduce del gráfico 1 (7).

En esta comparación de los tamaños de las bolsas, debemos introducir una ponderación, dada la diferente importancia de las economías en que se encuentran inmersas, si queremos llegar a una conclusión definitiva. Se trata, por tanto, de repetir el mismo análisis, pero esta vez sopesando el mayor o menor peso relativo de la capitalización de los diferentes mercados sobre el PIB del respectivo país (gráfico 2) (8). Metodológicamente, hemos de tomar con precaución los datos que se ofrecen en el cuadro señalado, dado que comparan una variable saldo –el volumen de capitalización– con una variable flujo –el PIB–. Sentada esta matización, esta información la empleamos para efectuar la comparación en términos relativos que nos ocupa.

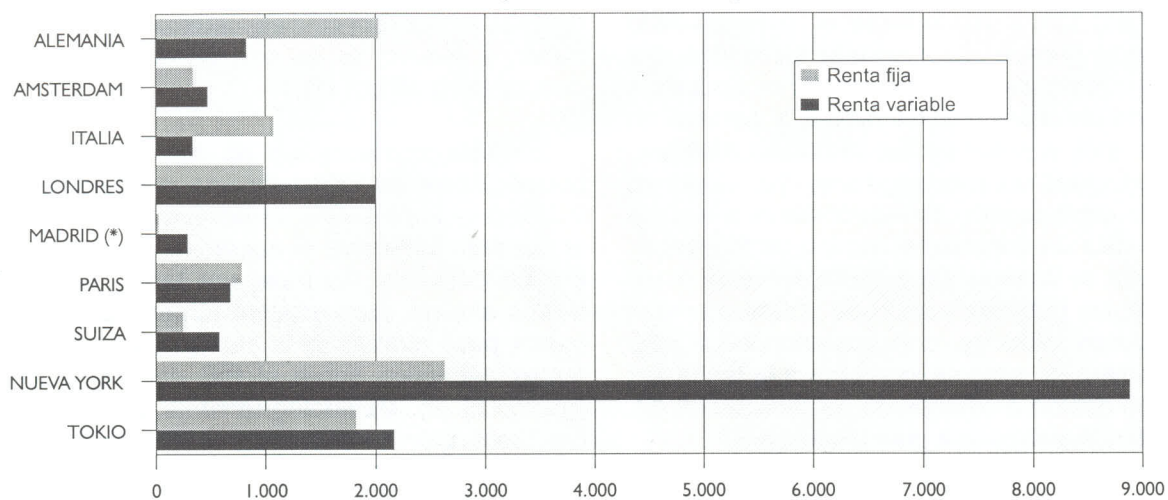
Este indicador, junto con el de los volúmenes de capitalización en términos absolutos, nos informa sobre la profundidad de los mercados, es decir, nos facilita información sobre la cantidad de activos financieros susceptibles de ser negociados en el mercado. Debemos comentar que hasta el momento de acometer la reforma del mercado, en 1988, el dato español se encontraba permanentemente en alza, habiendo superado a algunos mercados importantes. Sin embargo, desde aquella fecha a la actualidad, la cifra no refleja ningún avance, situándonos en fechas recientes en un nivel claramente inferior al de todas las bolsas reseñadas en el gráfico 2.

2. Número de empresas admitidas a cotización

Un nuevo indicador que es necesario analizar para estudiar la dimensión de una bolsa es el número de empresas admitidas a cotización en ella. A lo largo del período 1980-1986 fue constantemente disminuyendo el volumen de la Bolsa madrileña, medido por el número de sociedades cotizadas. Encontramos que el origen puede hallarse en el endurecimiento de los requisitos exigidos para acceder y mantener la cotización, por medio del establecimiento de unos mínimos de frecuencia y volúmenes de contratación, que intro-

GRÁFICO 1
**VOLUMEN DE CAPITALIZACIÓN EN RENTA FIJA Y VARIABLE DE LAS BOLSAS
 MÁS REPRESENTATIVAS DE LA FIBV. AÑO 1997**

(10⁹ millones de dólares)

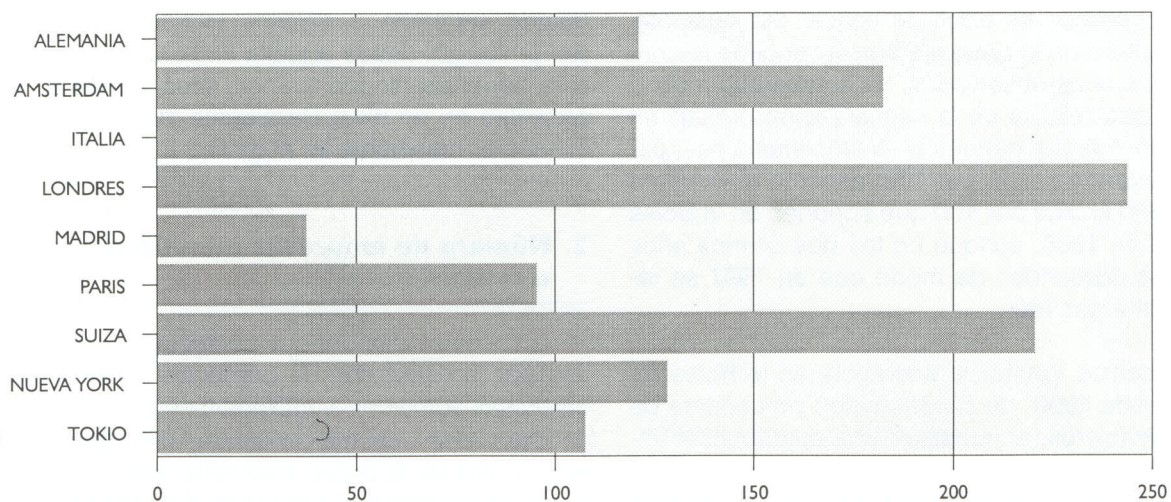


(*) La capitalización en renta variable es referida también a Barcelona y Bilbao.

Fuente: FIBV. Elaboración propia.

GRÁFICO 2
**CAPITALIZACIÓN GLOBAL RESPECTO AL PIB EN LAS BOLSAS
 MÁS REPRESENTATIVAS DE LA FIBV. AÑO 1996**

(Porcentaje)



Fuente: FIBV. Elaboración propia.

dujo la reforma del mercado bursátil a fin de incrementar la liquidez de los valores cotizados, junto con la exigencia de una información más detallada y puntual por parte de las empresas para mejorar la transparencia del mercado. Sólo a partir de 1987 comienza a apreciarse un progresivo incremento del número de empresas cotizadas en el segmento bursátil de la renta variable, tendencia que se trunca desde 1992 a 1996. Sin embargo, en 1997 se produce una importante incorporación de nuevas empresas a la cotización que consigue quebrar la citada línea descendente, registrándose 388 al cierre del año en la Bolsa de Madrid, pero que, no obstante, únicamente representan 18 más que la cifra correspondiente en el año en que acontece la reforma del mercado de valores. De ellas sólo cinco se encuentran vinculadas al segundo mercado.

La disminución de la cifra de sociedades admitidas observada en estos últimos años se ha debido a fusiones u OPAS de exclusión, a petición propia o por causar baja en el Registro de Sociedades de Inversión Mobiliaria. Sin embargo, la mayor parte de estas exclusiones han sido promovidas de oficio por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en su afán de eliminar de la lista a aquellas sociedades sin requisitos ni vocación bursátiles. Dicho proceso de reducción es probable que continúe, dado que siguen existiendo empresas que no han registrado ninguna operación bursátil en todo el año, lo que puede inducir a pensar que algunas de ellas acabarán solicitando su exclusión del mercado o que directamente serán expulsadas por la CNMV. La reducida dimensión de un mercado en relación con el número de empresas cotizadas es un hecho desfavorable si tenemos en cuenta que las circunstancias de algunos valores pueden afectar al índice general de cotización en una proporción superior a la que sería conveniente. Sin embargo, las bajas de empresas registradas en la cotización durante este período no son las causantes de la estrechez de nuestro mercado, al

tratarse, generalmente, de sociedades de escasa relevancia.

En el segmento bursátil de la renta fija es notablemente menor el número de sociedades emisoras en las bolsas españolas que las que cotizan en el de renta variable. La Bolsa que más tiene, la madrileña, cuenta con sólo 117 en 1997 y, como ocurre en las demás, esta cifra ha ido decreciendo a lo largo de los últimos años.

Sólo de 49 compañías cotizadas en la Bolsa de Madrid en 1997 –las cuales constituyen el 12,76 por 100 de la cifra total de sociedades admitidas– procede algo más del 87 por 100 de la capitalización. Todas ellas tienen volúmenes de capitalización superiores a 100.000 millones de pesetas. Esto es claramente indicativo de una muy intensa concentración de la capitalización bursátil en renta variable en torno a un pequeño grupo de empresas cotizadas, las más importantes. Esta relación entre la capitalización y el número de empresas cotizadas es mostrada en el cuadro núm. 3.

El número de empresas, junto con la capitalización media (cociente entre el volumen de capitalización y el número de empresas), y la importancia relativa de las mayores empresas cotizadas (porcentaje del volumen de capitalización que suponen) son aspectos importantes porque nos informan sobre el grado de amplitud que presenta una bolsa, es decir, sobre la variedad de activos financieros susceptibles de ser negociados en un mercado. En el caso español, los datos analizados dejan patente la estrechez que presenta el mercado bursátil. Por lo tanto, parece que han sido vanos los esfuerzos realizados para desarrollar el número de empresas cotizadas y, en general, el *stock* de valores que pueden negociarse.

Realizando una comparación internacional de este parámetro a lo largo de estos últimos años, podemos

CUADRO NÚM. 3
RELACIÓN ENTRE LA CAPITALIZACIÓN Y EL NÚMERO DE SOCIEDADES COTIZADAS
EN RENTA VARIABLE EN LA BOLSA DE MADRID. AÑO 1997
(Capitalización en millones de pesetas)

GRUPOS POR CAPITALIZACIÓN	NÚMERO DE COMPAÑÍAS	PORCENTAJE SOBRE TOTAL	CAPITALIZACIÓN	PORCENTAJE SOBRE TOTAL
> de 100.000 mill.	49	12,76	31.150.102	87,49
100.000-50.000 mill.	33	8,59	2.477.103	6,87
50.000-10.000 mill.	68	17,71	1.560.938	4,38
10.000-5.000 mill.	32	8,33	229.969	0,65
5.000-1.000 mill.	70	18,76	164.101	0,46
> de 1.000 mill.	130	33,85	65.316	0,18

Fuente: Bolsa de Madrid. Elaboración propia

observar que en España la cifra es intermedia, pero la distancia mantenida con los principales mercados bursátiles sigue mostrándose abismal, como evidencia el gráfico 3, donde se recogen las cifras de sociedades cotizadas en el segmento de renta variable y de emisores de renta fija admitidos en las principales bolsas miembros de la Federación Internacional de Bolsas de Valores en 1997 y en las de nuestro entorno.

Hasta 1990, el negocio bursátil fue únicamente nacional en las bolsas españolas desde la óptica de la oferta, pero a partir de esta fecha comienzan a existir emisores de renta fija o variable extranjeros (9). A pesar de que su número es aún reducido (27 y 4, respectivamente, durante 1997), este fenómeno nos incorpora a la línea mantenida por la práctica totalidad de las bolsas desarrolladas de nuestro entorno, donde actualmente esta internacionalización, sea en un mayor o menor grado, es un hecho generalizado (Italia, por ejemplo, ha asumido también esta tendencia en fechas recientes).

En el sentido indicado, un alto grado de internacionalización en una bolsa significa que se desarrolla en ella un porcentaje muy elevado de operaciones de contratación de valores procedentes de emisores extranjeros. De este modo, destacan por su nivel de internacionalización (10) los mercados bursátiles de Alemania (74,04 por 100 en 1997), Suiza (49,53 por 100), Bruselas (47,92 por 100) y Amsterdam (42,81 por 100), respecto a la renta variable. En el segmento de renta fija, son dignas de mencionar por su elevado nivel las bolsas de Alemania (52,99 por 100) y Londres (11) (41,87 por 100). En el lado opuesto se emplazan las bolsas americanas y japonesas, al seguir presentando un nivel muy bajo, pero que es debido a los duros requisitos de admisión solicitados. Podemos mencionar un caso de Bolsa importante y voluminosa, la de Osaka, que hasta 1997 se ha mantenido totalmente cerrada a emisores extranjeros de renta variable, fecha en la que ha admitido a uno.

3. Clasificación sectorial del nuevo capital admitido a cotización y de las sociedades cotizadas

En el análisis del volumen de capitalización registrado y de la cifra de sociedades cotizadas en nuestra bolsa, no debemos obviar su clasificación sectorial, porque de ella se deducen algunos rasgos muy característicos del mercado español. En primer lugar, debemos resaltar la clara concentración de la capitalización bursátil en favor de unos pocos sectores, que englobarían un porcentaje excesivamente alto de ésta

CUADRO NÚM. 4
DESGLOSE POR SECTORES DEL CAPITAL
ADMITIDO A COTIZACIÓN EN TÉRMINOS
EFECTIVOS. AÑO 1997
Bolsa de Madrid

SECTORES	MILLONES DE PESETAS	PORCENTAJE
ACCIONES		
Bancos y financieras	14.131.484	31,93
Cartera-Inversión	862.300	1,95
Construcción	3.108.676	7,02
Electricidad	8.029.336	18,14
Alimentación	1.102.698	2,49
Metal-mecánica	3.582.592	8,10
Petro-químicas	6.285.788	14,20
Comunicaciones	4.984.806	11,26
Otras industrias y servicios . .	2.168.204	4,90
TOTAL ACCIONES	44.255.884	100,00
EFFECTOS PÚBLICOS		
Deuda del Estado	7.505	0,22
Entes públicos	303.915	9,02
Comunidades autónomas . . .	42.101	1,25
Corporaciones locales	6.352	0,19
Valores extranjeros	1.682.806	49,94
OBLIGACIONES		
Bancos y Financieras	391.526	11,62
Cartera-Inversión	2.019	0,06
Construcción	5.882	0,17
Electricidad	212.697	6,31
Alimentación	1.889	0,06
Metal-mecánica	389	0,01
Petro-químicas	1.592	0,05
Comunicaciones	705.710	20,94
Otras industrias y servicios . .	5.574	0,17
TOTAL RENTA FIJA	3.369.957	100,00

Fuente: Bolsa de Madrid. Elaboración propia

(cuadro núm. 4) (12). Tradicionalmente, los sectores que han predominado en la capitalización del segmento de la renta variable han sido los de las empresas financieras –que destacaron en 1997 con un 31,93 por 100 del total admitido en la Bolsa de Madrid, con lo que se pone de manifiesto su conservado liderazgo– junto con los de electricidad, construcción –que en los últimos años ha tendido a reducirse notablemente–, comunicaciones, y la reciente incorporación de las petro-químicas. Así, el sector industrial, aunque ha aumentado su peso en los últimos años, está peor representado que en otras bolsas, en las que se configura como grupo fundamental. Esta circunstancia arranca de la etapa de fuerte crecimiento económico en España, como señala Torrero Mañas (1992, pág. 126). Asimismo, por motivos de ocultación fiscal, sólo empresas con un fuerte deseo de creci-

miento o liquidez se decidieron por acceder a bolsa en el período 1966-75, en el cual, este mercado ofrecía unas perspectivas y oportunidades muy atractivas de financiación y que, en cambio, fueron muy bien aprovechadas por la banca.

En el citado cuadro núm. 4, se recoge también información sobre la clasificación sectorial del capital admitido a cotización en Madrid, en el segmento de renta fija. Comprobamos cómo en el marco de las obligaciones privadas se mantiene la concentración en los mismos sectores prácticamente que en el de las acciones, pero aún más acentuada. En 1997 el sector más voluminoso es el de comunicaciones, del que procede un 20,94 por 100 del total de las obligaciones; el segundo lugar lo ocupan los bancos y financieras (con un 11,62 por 100), y, a continuación, se encuentra el eléctrico (con un 6,31 por 100). Junto a todo esto, es muy importante resaltar la desaparición del gran liderazgo que la deuda del Estado ha mantenido dentro de los efectos públicos, pasando a representar una parte insignificante de la capitalización debido al empleo de nuevos criterios de contabilización, que la imputan al mercado de deuda anotada.

El problema de la concentración de la capitalización en torno a unos pocos sectores no se encuentra cercano a su solución, como se deduce de las cifras de nuevas admisiones a cotización recogidas en el cuadro núm. 5 (13), que se muestran aglutinadas en los mismos. Éstas han sido calculadas sobre valores nominales porque no se ofrecen en términos efectivos.

**CUADRO NÚM. 5
PORCENTAJE POR SECTORES DE LAS NUEVAS
ADMISIONES A COTIZACIÓN. AÑO 1997
Bolsa de Madrid**

SECTORES	PORCENTAJE
Bancos y otras sociedades financieras	12,73
Construcción	14,98
Metal-mecánica	62,93
Comunicaciones	2,69
Resto de Sectores	6,67
TOTAL RENTA VARIABLE	100,00
Comunidades Autónomas	5,47
Valores extranjeros	94,53
TOTAL EFECTOS PÚBLICOS	100,00
Bancos y otras sociedades	26,09
Comunicaciones	43,48
Otras industrias y servicios	30,43
TOTAL RENTA FIJA PRIVADA	100,00

Fuente: Bolsa de Madrid. Elaboración propia

El rasgo más sobresaliente relacionado con la distribución sectorial de las sociedades admitidas en la bolsa española es el importante volumen de empresas financieras que han cotizado permanentemente. Como queda evidenciado en el cuadro núm. 6 (14), este hecho no se encuentra en vías de solución, de modo que en 1997 suponen el 56,14 por 100 del total, alejándonos en este aspecto de la tónica general de las bolsas europeas.

III. ANÁLISIS DE LA DIMENSIÓN DE LA ACTIVIDAD: CONTRATACIÓN Y LIQUIDEZ

La Bolsa de Madrid viene tradicionalmente acaparando, tanto en el segmento de renta fija como en el de renta variable, una amplia mayoría de la negociación bursátil con respecto al resto de bolsas españolas. Concretamente, han tenido lugar en ella el 75,85 por 100 de la contratación registrada en España durante 1997 en renta variable y el 44,89 por 100 en renta fija. Ello nos legitima para poder basarnos en este trabajo únicamente en los datos de las operaciones registradas en la citada Bolsa sin perder la representatividad del mercado en su conjunto.

El volumen de negociación constituye un indicador de magnitud, dinamismo y dimensión de un mercado bursátil. Las cantidades negociadas de valores mobiliarios (15) en bolsa siguen a lo largo de los años observados una tónica común de claro e intenso crecimiento, como se desprende del cuadro núm. 7. En este contexto, es necesario tener en cuenta la incidencia del despegue iniciado en 1984 y la consolidación posterior de la inversión de no residentes en acciones cotizadas, la cual alcanza cotas históricas en 1997, por su claro papel en el desarrollo de esta vertiente de la dimensión del mercado bursátil español. Concretamente, en 1996 los inversores foráneos llegaron a alcanzar el 37,36 por 100 del capital de las sociedades cotizadas en la Bolsa de Madrid (16) –porcentaje similar al que se observa en otros mercados desarrollados–, y en 1997 generaron más del 39 por 100 del negocio bursátil. Sin embargo, la inversión española en bolsas extranjeras no constituye un factor de reducción del tamaño del mercado nacional, al no suponer hasta el momento volúmenes importantes.

Por instrumentos, hay que destacar el importante avance constatado hasta 1996 en la contratación de renta fija, principalmente deuda pública, de modo que durante dicho año ha superado por primera vez a las acciones, aunque muy ligeramente, en el total del mercado bursátil español (17). Las causas debemos situarlas no sólo en factores coyunturales –como las

CUADRO NÚM. 6
EVOLUCIÓN DEL NÚMERO DE SOCIEDADES ADMITIDAS
A COTIZACIÓN EN LA BOLSA DE MADRID
(RENTA VARIABLE)

AÑO	SOCIEDADES FINANCIERAS		SOCIEDADES NO FINANCIERAS		TOTAL
	BANCOS Y SEGUROS	SOCIEDADES DE INVERSIÓN	VALORES EXTRANJEROS	RESTANTES SOCIEDADES	
1980.....	56	166	---	274	496
1981.....	56	165	---	277	498
1982.....	51	152	---	245	448
1983.....	51	135	---	208	394
1984.....	48	140	---	187	375
1985.....	47	119	---	168	334
1986.....	45	105	---	161	311
1987.....	48	103	---	176	327
1988.....	48	124	---	196	368
1989.....	49	165	---	203	417
1990.....	50	172	2	206	430
1991.....	49	175	3	206	433
1992.....	41	156	3	199	399
1993.....	37	153	---	187	377
1994.....	37	157	---	181	375
1995.....	34	154	4	171	363
1996.....	31	156	4	166	357
1997.....	29	186	4	164	383

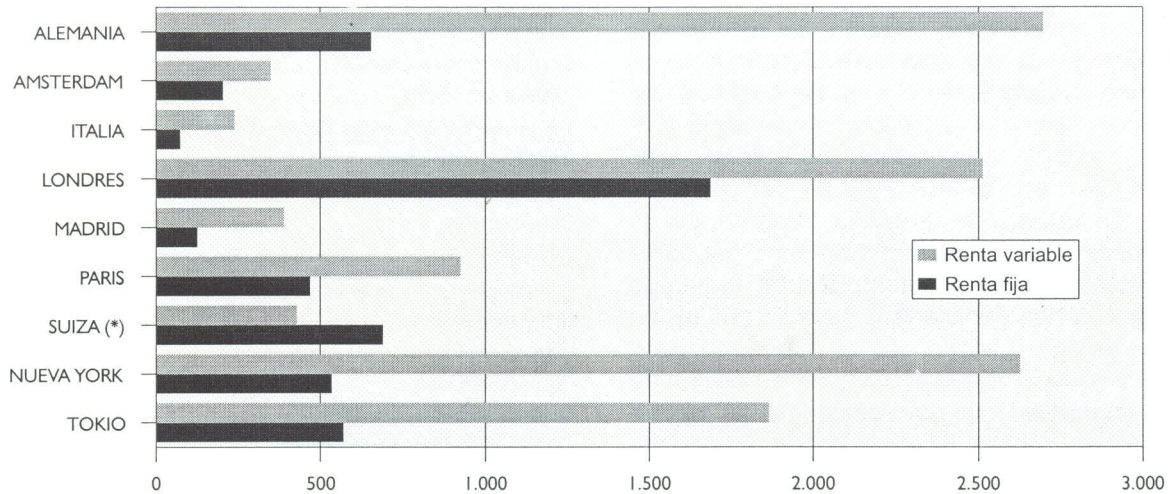
Fuente: Bolsa de Madrid y CNMV. Elaboración propia

CUADRO NÚM. 7
EVOLUCIÓN DE LA CONTRATACIÓN EFECTIVA DE LOS VALORES MOBILIARIOS
Y DISTRIBUCIÓN POR INSTRUMENTOS
Bolsa de Madrid
(Millones de pesetas)

AÑO	EFFECTOS PÚBLICOS	OBLIGACIONES	ACCIONES	TOTAL	PORCENTAJE DE VARIACIÓN SOBRE EL AÑO ANTERIOR
1980.....	13.068	25.442	55.827	94.337	-14,46
1981.....	12.286	30.129	117.954	160.370	70,00
1982.....	12.831	43.457	125.516	181.604	13,24
1983.....	22.122	55.672	137.240	215.034	18,41
1984.....	44.442	87.384	285.986	417.812	94,30
1985.....	114.879	91.716	492.503	699.098	67,32
1986.....	343.272	126.018	1.757.184	2.226.474	218,48
1987.....	105.749	118.229	3.695.976	3.919.954	76,10
1988.....	55.902	104.758	2.426.532	2.587.212	-34,00
1989.....	64.049	141.613	3.817.047	4.022.709	55,48
1990.....	127.328	296.519	3.706.702	4.130.549	2,68
1991.....	187.258	327.169	3.691.564	4.205.991	1,83
1992.....	460.412	436.972	3.575.794	4.473.179	6,35
1993.....	792.131	965.760	5.528.825	7.286.716	62,90
1994.....	3.679.977	807.972	7.310.259	11.798.208	61,91
1995.....	3.769.442	504.347	6.597.942	10.871.731	-7,90
1996.....	8.959.582	400.128	10.099.781	19.459.491	78,99
1997.....	3.723.668	311.266	20.497.936	24.532.870	26,07

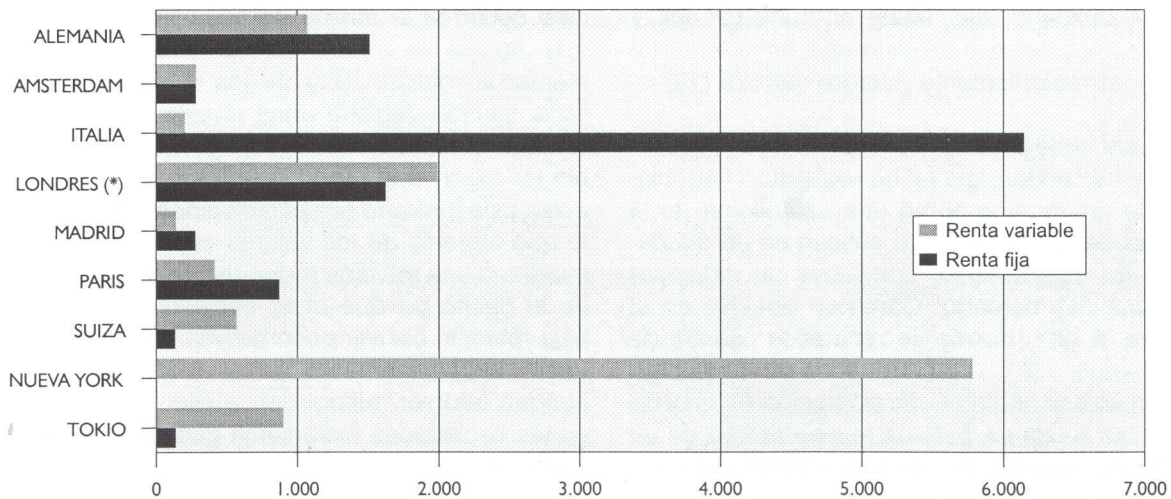
Fuente: Bolsa de Madrid. Elaboración propia.

GRÁFICO 3
NÚMERO DE EMPRESAS COTIZADAS EN EL SEGMENTO DE RENTA VARIABLE
Y NÚMERO DE EMISIONES DE RENTA FIJA EN LAS BOLSAS
MÁS REPRESENTATIVAS DE LA FIBV
Año 1997



(*) El número de emisores de valores de renta fija de la Bolsa suiza es referido a 1994, al no encontrarse disponible ninguno posterior.
 Fuente: FIBV. Elaboración propia.

GRÁFICO 4
VOLUMEN DE CONTRATACIÓN EN RENTA FIJA Y VARIABLE DE LAS BOLSAS
MÁS REPRESENTATIVAS DE LA FIBV. AÑO 1997
(10⁹ dólares)



(*) El volumen de contratación en renta fija de Londres es el referido a 1996, al no encontrarse disponible el correspondiente a 1997.
 Fuente: FIBV. Elaboración propia.

expectativas de control de la inflación, proyecto de convergencia de la economía española, comportamiento de las emisiones de deuda por el Estado, etcétera—, sino en factores internos al mercado, como la incorporación de la deuda pública anotada bursátil al sistema electrónico de renta fija. Este crecimiento ha permitido a la contratación de renta fija en bolsa acabar aventajando a la del mercado AIAF, que comenzó su andadura siendo superior. De este modo, queda patente que el mercado bursátil español se ha ido acercando en este aspecto a los de los países de nuestro entorno, en cuya práctica generalidad la contratación de renta fija viene siendo claramente superior a la variable (18). Sin embargo, en 1997 la negociación de los valores de renta fija experimenta un gran descenso, debido, fundamentalmente, a la caída de la contratación de los efectos públicos, al tiempo que las acciones han duplicado la suya, lo que las ha situado en un lugar histórico en el mercado madrileño. Por otra parte, y esta vez como en la mayoría de las bolsas mundiales, el porcentaje de las operaciones de deuda pública en relación con la negociación total en el segmento de renta fija ha registrado un peso muy superior al de las obligaciones privadas en los cuatro últimos años.

Hallamos pocas diferencias en la distribución sectorial de la contratación a lo largo de los años analizados, la cual se encuentra caracterizada principalmente por su gran concentración en unos sectores determinados, factor que actúa en detrimento de la liquidez de los valores de los demás. Así, al final del período analizado, siguen siendo prácticamente los mismos sectores los que aglutinan la mayor parte de la actividad tanto de renta variable como fija privada; es decir, el bancario, eléctricas, comunicaciones y construcción, habiéndose incorporado también el de petro-químicas recientemente (cuadro núm. 8) (19).

La frecuencia de contratación —es decir, el porcentaje de sesiones en las que se ha registrado negociación— puede entenderse como una estimación de la probabilidad de que los valores coticen en un día determinado. En este sentido, constituye un indicador de la liquidez del mercado. Como se observa en el cuadro núm. 9 (20), donde se recoge la cuantía de esta *ratio* durante 1997, la gran mayoría de los valores no cruzaron en ese año ninguna operación en más de la mitad de las sesiones. Esto es representativo de un bajo grado de liquidez de muchos valores del mercado bursátil español, circunstancia que viene siendo ya habitual.

También puede emplearse la tasa de rotación para cuantificar la liquidez de un mercado bursátil. Esta

CUADRO NÚM. 8
EVOLUCIÓN POR SECTORES DE LA CONTRATACIÓN
EN TÉRMINOS EFECTIVOS. AÑO 1997
Bolsa de Madrid
(Miles de millones de pesetas)

SECTORES	IMPORTE
Deuda del Estado	3.521,2
Entes públicos	80,8
Comunidades autónomas	8,4
Corporaciones locales	1,4
Valores extranjeros	111,8
TOTAL EFECTOS PÚBLICOS	3.723,7
Bancos y financieras	46,6
Cartera-inversión	0,0
Construcción	0,2
Eléctricas	175,3
Alimentación	0,1
Metal-mecánica	0,0
Petro-química	0,0
Comunicaciones	86,0
Otras industrias y servicios	3,1
TOTAL RENTA FIJA PRIVADA	311,3
Bancos y financieras	5.557,4
Cartera-inversión	343,8
Construcción	751,9
Eléctricas	4.769,9
Alimentación	628,3
Metal-mecánica	996,4
Petro-química	2.138,7
Comunicaciones	4.343,1
Otras industrias y servicios	968,5
TOTAL ACCIONES	20.497,9

Fuente: Bolsa de Madrid. Elaboración propia

ratio confirma la misma percepción de baja liquidez que apunta la frecuencia de contratación. Actualmente, la rotación (21) de los valores bursátiles de renta variable registra unos niveles muy moderados, lo cual responde a dos factores muy diferentes. En primer lugar, una gran parte del capital admitido en bolsa está formado por participaciones de control, por lo que algunos de los valores más activos y líquidos muestran una rotación reducida. En segundo lugar, se da el hecho de que otras sociedades registran una baja rotación por ser poco activas. Esto último se produce mayoritariamente en el mercado de corros, aunque también responden a ello los valores de algunas sociedades extranjeras que cotizan en el mercado continuo.

Comparando el mercado continuo con el sistema de corros, observamos cómo la liquidez en el primero es mucho mayor. Prueba de ello es que en aquél, 134 valores de los 143 admitidos en 1997 —es decir, un

CUADRO NÚM. 9
FRECUENCIA DE CONTRATACIÓN EN LAS BOLSAS DE VALORES ESPAÑOLAS. AÑO 1997
Número de emisores en cada grupo de frecuencia

	MERCADO CONTÍNUO			MERCADOS DE CORRO		
	0-50%	50-85%	85-100%	0-50%	50-85%	85-100%
Sociedades no financieras	0	6	105	113	12	1
Sociedades financieras	1	2	29	268	15	12
TOTAL	1	8	134	481	27	13

Fuente: CNMV. Elaboración propia

93,7 por 100 de ellos— presentan una frecuencia de contratación superior al 85 por 100, y sólo uno la tiene inferior al 50 por 100. En cambio, en los sistemas de corros de las cuatro bolsas, de los 521 valores que cotizan, 481 (el 92,3 por 100) han tenido durante el mismo año una frecuencia inferior al 50 por 100.

El mercado bursátil español presenta una extraordinaria concentración; por consiguiente, resulta engañoso considerar un indicador representativo de dimensión al número de sociedades cotizadas, dado que tan sólo una cantidad reducida de éstas puede considerarse significativa, tanto en términos de capitalización como de contratación. Así, según los datos referentes a 1997 del *Informe Anual sobre los Mercados de Valores* de la CNMV, del total de sociedades cotizadas en las bolsas españolas, el 21,5 por 100 se negocian en el mercado continuo, mientras que el 78,5 por 100 restante sigue cotizando en los mercados tradicionales de corros de las bolsas correspondientes. Ahora bien, las sociedades negociadas en el continuo presentaban una capitalización bursátil de 43,1 billones de pesetas, lo que supone un 94,6 por 100 del total admitido en el conjunto de las bolsas españolas. Esta concentración es todavía mayor si la examinamos desde la perspectiva del volumen de contratación. En concreto, los 26,8 billones de pesetas negociados en el mercado continuo durante 1996 representan un 98,7 por 100 de la contratación total de la bolsa española. Esto quiere decir que el 78,5 por 100 de las sociedades —las negociadas a través del sistema tradicional de corros— tan sólo acaparan el 1,3 por 100 de la actividad negociadora. De esta manera, el mercado continuo se destaca sobre el segmento de corros como el formado por los valores más líquidos y con mayor actividad.

Sin embargo, es aún más preocupante comprobar que esta concentración se mantiene dentro del propio mercado continuo, lo que se deduce al observar que sólo las siete sociedades más activas del mismo representan el 50 por 100 del volumen total negociado en él. Además, el análisis de la actividad en este mer-

cado durante los últimos años muestra una tendencia hacia un mayor grado de concentración. Éste puede ser cuantificado por el índice de Gini, el cual ha presentado una progresión creciente, cifrándose en 0,84 durante 1997.

El estudio de la evolución del negocio bursátil en el mercado español debe ser encuadrado en su contexto internacional. De este modo, el gráfico 4 (22) recoge los datos de la actividad negociadora de las principales bolsas miembros de la FIBV durante 1997. Es destacable de esta información cuantitativa, en primer lugar, un heterogéneo comportamiento de la contratación en renta fija o variable. Salvo alguna excepción, como los importantes mercados bursátiles de Londres o Alemania, observamos bolsas con una actividad muy grande en renta variable y muy pequeña en renta fija, y viceversa (las bolsas neoyorquina e italiana son dos buenos ejemplos, respectivamente). En 1997, según los datos de este gráfico, la Bolsa de Madrid ocuparía un lugar relegado en el *ranking* mundial, en la contratación de valores tanto de renta fija como de variable, aunque no podemos cuantificarlo debido, como ya indicamos, a que las cifras publicadas por la FIBV no son comparables, al calcularse empleando diferentes criterios de contabilización. En este contexto, es necesario apuntar el fuerte sesgo que la estructura de la negociación en la bolsa española presenta hacia los valores nacionales.

IV. REFLEXIONES FINALES

La reforma de la bolsa española iniciada en la pasada década la ha dotado de importantes avances operativos y técnicos que se han traducido en una mejora de su eficiencia. Sin embargo, los indicios analizados en este trabajo no dan señales claras de que se haya logrado con éxito el objetivo de aumentar su dimensión, al menos desde la óptica del *stock* de valores negociables. Asimismo, han perdurado algunos de los problemas detectados en este mercado con anterioridad a su proceso reformista, y hoy día actúan en de-

trimento del tamaño del mismo y de su competitividad con las bolsas de su entorno internacional. Tales problemas se desprenden del análisis efectuado en este artículo, y los expondremos a continuación:

- El primero que debemos destacar es la *estrechez* que sigue caracterizando a la bolsa española, dado el reducido número de empresas cotizadas, con tendencia a continuar en esta línea, y el peso de las principales sobre la cuota total del mercado. Esto es contraproducente para que los potenciales inversores tengan una variada gama de activos donde elegir y para que unos pocos valores no afecten al índice de cotización más de lo que les debería corresponder.

- Por otra parte, los negativos resultados de la evolución de la capitalización en el período posterior a la reforma, especialmente en términos de comparación internacional, nos informan sobre el *reducido grado de profundidad* que presenta la bolsa española. El hecho de que la cantidad de activos financieros susceptibles de ser negociados en el mercado no se haya desarrollado implica una menor capacidad de absorción de grandes volúmenes de negociación sin alteraciones importantes en los precios.

- La *elevada proporción de empresas financieras* entre las cotizadas, que viene superando el 50 por 100 de éstas en los últimos años observados.

- La *concentración de la capitalización*, tanto de la renta variable como de la fija, en unos pocos sectores económicos, fundamentalmente el bancario, el eléctrico, el de la construcción y el de las comunicaciones, junto con la reciente incorporación del de las petro-químicas en el segmento de acciones. Esto le resta a la bolsa representatividad del entramado económico del país y refleja el desinterés de determinadas parcelas de éste hacia ella. Además, se trata de un fenómeno que se encuentra muy lejos de una solución, dado que las nuevas admisiones y emisiones adscritas al mercado bursátil siguen contribuyendo a acentuarlo.

- La *concentración de la contratación* en torno a los valores de los mismos sectores en los que se aglutina la capitalización. Esta concentración se muestra también, en el caso de la renta fija, por emisores y emisiones.

- El *moderado nivel de liquidez* que presentan muchos de los valores cotizados en la bolsa española, aunque en sí la liquidez del conjunto del mercado ha mejorado manifiestamente. Esto es generado, en primer lugar, por la propia concentración de

la contratación en unos pocos valores, ya comentada, lo que produce una baja rotación en el resto y, en segundo lugar, por las participaciones de control existentes sobre una parte muy significativa del capital cotizado en la bolsa española. Este problema y el de la concentración son especialmente intensos para los valores que aún negocian en el sistema de corros.

En un futuro próximo, deberán articularse los cauces necesarios para su solución, lo que permita afrontar con una mayor dimensión y fortaleza el nuevo escenario que plantea la unión monetaria europea. El euro hace prever una creciente internacionalización de los mercados bursátiles, que puede traducirse en una mayor liquidez, amplitud y profundidad de éstos, siempre que se muestren eficaces y competitivos.

En el momento de concluir este trabajo no se encontraba disponible aún la información cuantitativa desglosada y completa que nos permitiera actualizarlo hasta 1998. No obstante, podemos adelantar que en el pasado año se alcanzaron récords históricos en los volúmenes de contratación, capitalización y cifras de sociedades cotizadas, esto es, en los principales parámetros de dimensión de la Bolsa de Madrid, todo ello a pesar del entorno volátil en que se desarrolló su actividad. Es necesario destacar también el gran avance que se ha constatado en el campo de la liquidez de los valores debido, fundamentalmente, a los procesos de privatización, aumento de la contratación extranjera, reorientación de la inversión de las instituciones de inversión colectiva hacia los valores de renta variable y la cobertura de los derivados.

La bolsa española prepara actualmente el desembarco en ella de un gran volumen de valores hispanoamericanos que cotizarían en euros. Se trata de una iniciativa de internacionalización muy interesante, porque ampliará la oferta en el mercado español —excesivamente presionada en estos momentos por una demanda más desarrollada, al margen de situaciones esporádicas, como la vivida durante el pasado agosto—, al atraer a unas doscientas empresas, y porque se estima que elevará la capitalización registrada en un 50 por 100. Todo ello la dotará de una profundidad y amplitud mayor. En este campo, la bolsa española ejercerá de puente entre Europa e Hispanoamérica, con lo que la contratación en el mercado español previsiblemente se desarrollará también, lo que justifica la buena acogida que han brindado los intermediarios españoles a esta idea.

Del mismo modo, otra exigencia actual de las bolsas europeas es la necesidad de decidir su propio posicionamiento respecto a posibles vínculos de con-

tratación con otras bolsas de su entorno, especialmente tras la firma, en julio de 1998, de una alianza estratégica entre Londres y Francfort para armonizar las dos bolsas y posteriormente iniciar la creación de una plataforma conjunta de negociación de valores (en principio las acciones de aproximadamente 300 grandes empresas del continente). Se trata de una iniciativa no cerrada a otras bolsas que crearía un mercado capaz de competir con Nueva York y Tokio. En estos momentos París y Madrid ya se han sumado a la alianza.

Este proyecto responde a las crecientes exigencias de los inversores internacionales en liquidez, eficiencia y costes, así como las relativas a no tener que plegarse ante las diferentes normativas bursátiles de cada país. Dicho acuerdo es el paso más firme que se ha dado hasta el momento para poner en marcha la futura bolsa europea, aunque cuenta ya con las dificultades derivadas de las diferencias tecnológicas y culturales de las diferentes plazas integrantes.

Permanecer al margen en el imparable proceso de integración bursátil europeo podría suponer, si la iniciativa angloalemana tiene éxito, quedar como mercado marginal, al no estar presentes los valores nacionales en las carteras de los inversores internacionales importantes y al desplazarse las compañías de peso al nuevo eje.

NOTAS

(1) Creada en 1977 por la Orden Ministerial de 4 de agosto. Le fue encomendada la elaboración de un informe donde se diagnosticaran los principales problemas del mercado de valores y se expusieran, en consecuencia, las líneas necesarias a seguir para lograr su solución y la consecución de una mayor eficiencia; todo ello antes de abordar el inicio del proceso de reforma.

(2) Resultado de multiplicar los títulos admitidos a cotización por sus correspondientes valores de mercado o nominales, según se refiera a la capitalización efectiva o nominal, respectivamente.

(3) No puede calcularse este mismo dato referido al conjunto de bolsas españolas sumando el relativo a cada una de ellas, porque cometeríamos importantes duplicidades.

(4) A pesar de ello, siguiendo así el criterio más generalizado, a partir de ahora emplearemos los datos de capitalización en términos efectivos.

(5) La Bolsa de Madrid actualmente asigna la deuda del Estado en anotaciones al mercado de deuda pública anotada, por lo que la excluye de computarla dentro de la capitalización bursátil de valores de renta fija. Así, en 1997, la capitalización que alcanzó la deuda del Estado en la Bolsa de Madrid no llegó ni al 10 por 100 del saldo vivo total de la deuda española.

(6) Bayer, Volkswagen, Commerzbank y Lafarge.

(7) Estas cifras, al ser proporcionadas a la FIBV (Federación Internacional de Bolsas de Valores) por cada país, responden a criterios contables heterogéneos. Por esto, debemos tener en cuenta que no son perfectamente comparables en todas las ocasiones. Las cifras de renta variable se refieren únicamente a las acciones de empresas nacionales de cada país. Para evitar dobles contabilizaciones en relación con la renta variable, la FIBV, en determinados casos, agrupa las cifras de las diferentes bolsas de un país en una sola, mientras que en otros (cuando una bolsa concreta aglutina la práctica totalidad de la capitalización respecto a las que existen en ese país) no lo hace. Hemos optado por mantener el mismo criterio.

(8) No disponibles estos datos referidos a 1997.

(9) Sociedades cuyo domicilio social se encuentra fuera del ámbito del país.

(10) Cociente entre el número de emisores extranjeros y totales que existen en una bolsa.

(11) A raíz de su reforma de 1986, conocida como *Big Bang*, esta Bolsa intensifica sus esfuerzos para atraer compañías extranjeras a cotizar en ella. De hecho, incluso cambió su nombre para reafirmarse en esta línea, pasando de *London Stock Exchange* a llamarse *International Stock Exchange*.

(12) En los últimos años, la Bolsa de Madrid publica una nueva clasificación sectorial de la capitalización tanto en renta variable como fija. Por este motivo, no podemos emplear una serie completa con las cifras correspondientes a la totalidad del período analizado (1980-1997).

(13) No podemos ofrecer la serie desde 1980 por la misma razón que justificó no hacerlo en el cuadro núm. 4. La Bolsa de Madrid ha incluido las acciones extranjeras a partir del año 1993 en cada uno de sus sectores correspondientes. Para el resto de los años no se han considerado.

(14) Las cifras de las sociedades de inversión incluyen las sociedades de inversión mobiliaria, las sociedades de inversión mobiliaria de capital variable y las sociedades de cartera.

(15) Los activos financieros a corto plazo dejaron de contratarse en bolsa a partir del 29 de julio de 1989.

(16) No nos ha sido posible ofrecer este dato referido a 1997 porque aún no se encuentra disponible en la Bolsa de Madrid.

(17) Los datos del cuadro núm. 7 se refieren únicamente a la Bolsa de Madrid, en la cual, la contratación de valores de renta fija no supera en 1996 a la de acciones, aunque se muestra muy cercana.

(18) No así en las importantes bolsas de Nueva York y Tokio, en las que sólo el 0,1 y 13,3 por 100 de la contratación durante 1997, respectivamente, lo fueron en valores de renta fija.

(19) No podemos presentar una serie del período completo, al no mantener las cifras suministradas por la Bolsa de Madrid los mismos criterios metodológicos a lo largo del mismo.

(20) La frecuencia de un emisor que cotiza en una o más bolsas se ha calculado considerando que el valor ha estado activo los días en los que ha sido contratado, al menos, en una de ellas.

(21) Cociente bien del volumen de contratación respecto al de capitalización bursátil o bien del número de títulos negociados durante el año respecto al número total de títulos admitidos a cotización.

(22) Las cifras de volúmenes negociados en las diferentes bolsas publicadas por la FIBV se han calculado siguiendo distintos métodos, por lo que no son directamente comparables. Incluyen fondos de inversión, y se refieren al total de mercados principales y paralelos.

BIBLIOGRAFÍA

- BOLSA DE MADRID (diferentes años), *Informe del Mercado*, Bolsa de Madrid.
- (diferentes años), *Apéndice Estadístico*, Bolsa de Madrid.
- COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (diferentes años), *Datos Básicos de los Mercados de Valores*, Comisión Nacional del Mercado de Valores.
- (diferentes años), *Informe Anual sobre los Mercados de Valores*, Comisión Nacional del Mercado de Valores.
- (1997), "Efectos de la introducción del euro sobre los mercados de valores y las instituciones que en ellos operan", *PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO*, núm. 60, págs. 59-118.
- FEDERATION OF EUROPEAN STOCK EXCHANGE (diferentes años), *Annual Statistical Report*, FESE.
- GARCÍA-VAQUERO, V., y GUTIÉRREZ, F. (1990) "Evolución reciente del mercado bursátil. Desarrollo y resultados de la reforma", *Banco de España. Boletín Económico*, marzo, págs 13-28.
- INTERNATIONAL FEDERATION OF STOCK EXCHANGE (diferentes años), *Annual Report and Statistics*, FIBV.
- MORA SÁNCHEZ, A. (1997), "Tendencias y perspectivas del mercado de valores", *Cuadernos de Información Económica*, núm. 119, páginas 75-84.
- ORTEGA, R. (1997a), "Perspectivas de los mercados financieros ante la Unión Monetaria", *PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO*, número 58, págs. 51-58.
- (1997b), "Consecuencias de la moneda única para las entidades y los mercados financieros", *PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO*, núm. 59, págs. 21-26.
- ORTEGA DÍAZ, M.I. (1998), *El mercado bursátil en España: un análisis de su dimensión*, Ed. Civitas, Madrid.
- PAREJO GÁMIR, J.A. (1998), *El sistema financiero español en el contexto de la Unión Monetaria Europea*, Monografía, Grandes Cuestiones de Economía, núm. 21, Fundación Argentaria.
- TORRERO MAÑAS, A. (1992), "Política financiera de la empresa y mercado de capitales", en SÁNCHEZ FERNÁNDEZ DE VALDERRAMA, J.L. (director), *Curso de Bolsa (I)*, Ed. Ariel Economía, Barcelona, páginas 119-127.