

**LA INSERCIÓN FINANCIERA EXTERNA  
DE LA ECONOMÍA FRANCESA:  
INVERSORES INSTITUCIONALES Y  
NUEVA GESTIÓN EMPRESARIAL**

**IGNACIO ÁLVAREZ PERALTA**

**FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS**  
DOCUMENTO DE TRABAJO  
Nº 435/2008

De conformidad con la base quinta de la convocatoria del Programa de Estímulo a la Investigación, este trabajo ha sido sometido a evaluación externa anónima de especialistas cualificados a fin de contrastar su nivel técnico.

ISSN: 1988-8767

La serie **DOCUMENTOS DE TRABAJO** incluye avances y resultados de investigaciones dentro de los programas de la Fundación de las Cajas de Ahorros.  
Las opiniones son responsabilidad de los autores.

**La inserción financiera externa de la economía francesa:  
inversores institucionales y nueva gestión empresarial.**

Ignacio Álvarez Peralta \*

**Resumen:**

En este trabajo analizamos las transformaciones de la inserción financiera de la economía francesa en la economía mundial, observando cómo las políticas neoliberales –en particular las privatizaciones, la apertura externa y la liberalización financiera– han posibilitado la masiva entrada de inversores institucionales en el accionariado del CAC 40. Esta ruptura del modelo tradicional francés de propiedad del capital ha supuesto la implantación de un nuevo modelo de gestión en las principales empresas del país –el gobierno corporativo de la empresa, o *corporate governance*–.

Este nuevo modelo de gestión empresarial va a determinar, gracias al poder de control que proporciona el mercado accionarial, una significativa modificación de las distintas estrategias empresariales, acentuando el cortoplacismo y la subordinación de estas estrategias a la consecución de los objetivos financieros.

*Palabras clave:* mercados financieros, financiarización, inversores institucionales, corporate governance

*Clasificación JEL:* G15, G2, G3

---

\* Departamento de Economía Aplicada I, Universidad Complutense de Madrid ([nacho.alvarez@icei.ucm.es](mailto:nacho.alvarez@icei.ucm.es))

## **1.- Introducción**

A lo largo de las últimas décadas, los grandes grupos industriales y de servicios de la economía francesa han ido modificando progresivamente sus modelos de gestión y sus estrategias. Esta modificación responde a múltiples factores, entre los que destaca el papel jugado por el nuevo contexto financiero nacional e internacional imperante desde la década de los ochenta.

El proceso de liberalización financiera y de privatización de las principales empresas nacionales ha determinado a lo largo de estas últimas décadas importantes cambios en la inserción financiera externa de la economía francesa. A su vez, estos cambios van a resultar trascendentales para entender la nueva geografía del capital que se ha desplegado en las sociedades del CAC40 y, en última instancia, los nuevos modelos de gestión empresarial adoptados.

Los inversores extranjeros llegados a la bolsa de París desde 1986 en adelante, y especialmente los inversores institucionales de origen anglosajón, han ejercido una poderosa influencia en la adopción de estos nuevos modelos de gestión empresarial. En particular, ha tenido lugar una progresiva implantación de los principales criterios del modelo de gobierno corporativo de la empresa.

Profundizar en el conocimiento de este nuevo contexto económico y financiero es por tanto un requisito previo para adentrarse en el análisis del gobierno corporativo de la empresa. El objeto de este trabajo es precisamente analizar las transformaciones experimentadas por los mercados financieros franceses, las modificaciones que estas transformaciones han supuesto sobre la estructura del capital de las principales empresas del país, y las consecuencias de todo ello sobre los criterios de gestión empresarial.

Partimos de la hipótesis de trabajo de que el proceso de liberalización financiera en Francia, junto con las medidas de privatización y apertura externa de la economía, han tenido como consecuencia una masiva entrada de inversores extranjeros en el capital social de los principales grupos empresariales, alterándose con ello el modelo de gestión de estos grupos.

## **2.- El contexto económico: las políticas neoliberales en la economía francesa (1985-2006)**

En apenas dos años, entre 1979-80, la llegada al poder de Ronald Reagan y Margaret Thatcher desencadenó una auténtica revolución conservadora, movimiento que impulsó

definitivamente en el mundo anglosajón las políticas neoliberales. Los gobiernos de los principales países de la OCDE rápidamente se incorporaron a esta tendencia.

Sin embargo, Francia, una vez más en la historia reciente, parecía caminar con el pie cambiado durante estos años. En la primera mitad de los años ochenta, la llegada al poder del gobierno de “Unión de la Izquierda” (1981-1985) encabezado por Mitterrand, se tradujo en la aplicación parcial del “Programa común de la izquierda” que lo sustentaba (Plihon, 2003: 33-34): con un objetivo político e ideológico, se acometió en Francia la tercera gran oleada de nacionalizaciones del siglo XX. Dicha oleada, junto con las desarrolladas en 1936 bajo el gobierno del Frente Popular y en 1945-1946 con la Liberación, situó a una gran parte de las empresas de los sectores industrial y financiero bajo el control directo del Estado. El sector público fue considerado durante estos años el instrumento privilegiado de las políticas económicas, sociales e industriales encaminadas a promover el crecimiento, el empleo, la reducción de las desigualdades sociales y la cobertura de los servicios públicos.

No obstante, y como consecuencia de las transformaciones en el contexto económico internacional, el curso de la política económica francesa comenzó a cambiar profundamente ya en los últimos años del gobierno de “Unión de la Izquierda”, bajo la dirección de Laurent Fabius. En 1984-1986, el *Plan Jacques Delors* y su “desinflación competitiva” (Mazier, 1999: 59 ; Batsch, 2002: 79) introducen un fuerte carácter restrictivo tanto en la política de rentas – con el bloqueo del crecimiento salarial– como en la política monetaria –con fuertes subidas en los tipos de interés–.

La llegada en 1986 del gobierno conservador del primer ministro Jacques Chirac (1986-88) reforzará esta trayectoria, conduciendo a la primera experiencia de cohabitación. Dicha experiencia se traducirá en el impulso definitivo de las políticas neoliberales en Francia: privatizaciones masivas, liberalización, desregulación y apertura externa de la economía. Estas medidas cambiarán profundamente el modelo económico francés de los años cincuenta, sesenta y setenta. A partir de este momento, los sucesivos gobiernos, al margen de su signo político<sup>1</sup>, no harán sino profundizar en la gestión neoliberal de la economía. Analicemos estas medidas con más detalle.

El proceso de privatización de las empresas francesas se ha desarrollado a un ritmo espectacular desde 1986, particularmente durante los años noventa (tal y como se puede apreciar en el Cuadro 1). En 1984 el peso del Estado francés en el capital de los principales 50 grupos industriales del país era del 74%, mientras que dicho peso había descendido al 23% en

---

<sup>1</sup> Gobierno Rocard, gobierno Cresson, gobierno Bérégovoy, gobierno Balladur, gobierno Juppé, gobierno de la izquierda plural de Jospin, así como los gobiernos de Raffarin, Villepin y Fillon.

1999 (Plihon, 2003: 34). Así, mientras que en 1985 el 10,5% de los asalariados trabajaban para el sector público, dicha cifra era sólo del 3,9% en 2005 (ver Tabla 1 del anexo estadístico). Aún en 2005-06 la privatización de las empresas estatales permanecía a la orden del día: el gobierno de Raffarin acometió la privatización de importantes paquetes accionariales de France Télécom, Snecma, Crédit Lyonnais y Thompson, y el gobierno de Villepin privatizó totalmente las autopistas del país (Société des autoroutes du Nord et de l'Est de la France, Autoroutes Paris-Rhin-Rhône, Autoroutes du sud de la France), y acometió importantes procesos de privatización parcial de Gaz de France, Électricité de France y SNCM.

Cuadro 1: Privatizaciones realizadas después de 1993: paso del sector público al sector privado

Año de finalización	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002 (a)	2003 (a)	2004	2005	2006
Número de sociedades	179	356	195	308	29	471	147	22	14	-	-	169	44	-
Efectivos en Francia	88.000	72.000	81.000	116.000	11.300	66.700	68.000	5.500	2.300	-	-	201.900	29.400	-

(a) ninguna privatización de un grupo empresarial fue completada entre 2002, 2003 y 2006.  
Fuente: Répertoire des entreprises contrôlées majoritairement par l'État, Insee

Por otro lado, bajo la cohartada institucional de la construcción de la Unión Europea, la economía francesa ha desarrollado las directrices de Bruselas de liberalización y desreglamentación de los mercados de bienes, de productos y de factores, que condujeron a la formación del Mercado Único en 1992, al tiempo que procedía a la eliminación de su distintas barreras arancelarias y abría su economía al capital extranjero. Además, durante estas últimas décadas, se han impuesto –bajo la tutela del Bundesbank– las políticas de estabilización monetaria interna y externa que llevaron al establecimiento de la Moneda Única en 1999, así como las políticas fiscales restrictivas enmarcadas en el proceso de convergencia del Tratado de Maastricht y del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. En este sentido, y como plantea De Boissieu (1997: 284), en nombre normalmente de las obligaciones y presiones externas, y especialmente de las europeas, Francia implanta, o al menos inicia, este tipo de cambios estructurales.

Las medidas de liberalización y desregulación en el mercado de trabajo también han sido particularmente relevantes. En 1982 las Leyes Auroux imponen una mayor descentralización

en la negociación colectiva, privilegiándose la negociación a nivel empresarial en detrimento del nivel ramal (IRES, 2005: 23). A principios de 1987 el gobierno de Chirac elimina la autorización administrativa sobre los despidos, facilitándose parcialmente con ello la histórica reivindicación patronal del despido libre (Goyer, 2002: 13-14). Paralelamente, un abanico de nuevas normas introducía toda una serie de medidas encaminadas a flexibilizar el mercado de trabajo, como por ejemplo, la gestión de las prejubilaciones, los nuevos contratos de solidaridad o los de pasantía en empresas para los jóvenes (*stagiaires*). Además, ya desde mediados de los años ochenta se impulsan las figuras legislativas que permiten desarrollar los contratos temporales (CDD), a tiempo parcial así como el trabajo interino (*interimaire*) (Mazier, 1999: 36-37). En 1986, con la nueva mayoría política conservadora, se suprime la lista limitativa establecida en 1982 de casos en los que las empresas pueden recurrir a la contratación temporal (IRES, 2005: 8), medida que volverá a ser ampliada en 1990, elevando a 18 meses el tiempo máximo de duración de estos contratos.

Este conjunto de medidas anteriormente descritas se va a traducir, a partir de mediados de los años ochenta, en una rápida mutación del modelo económico francés surgido del particular contexto de la posguerra y de la Liberación (Mouriaux, 2004: 6-21), y caracterizado por tres aspectos. En primer lugar, en este modelo era crucial el papel dominante que tenía el Estado en la propiedad del capital, en la regulación de los distintos mercados, en el sostenimiento de la demanda agregada, del crecimiento y del empleo, y en el control autónomo de la política monetaria. En segundo lugar, la banca jugaba un papel central en la financiación de la economía, sometida a un fuerte control público (formando lo que algunos autores han denominado “economía de endeudamiento administrada”). En tercer lugar, el grado de correlación de fuerzas entre capital y trabajo había establecido un reparto estable de los incrementos de la productividad que garantizaban el crecimiento de los salarios reales.

Así, la espectacular transformación que vive la economía francesa durante los años ochenta y noventa resulta ser una de las más rápidas de cuantas experimenten los países de la OCDE durante estos años, particularmente en el marco de la Europa continental, recuperando de este modo su inicial “retraso” en la aplicación de estas medidas.

### **3.- El proceso de liberalización y desregulación financiera en Francia en el marco de las políticas neoliberales.**

Dentro de las políticas neoliberales analizadas en el apartado anterior hay una serie de medidas que presentan un interés especial: la liberalización y dereglamentación de las finanzas en la economía francesa.

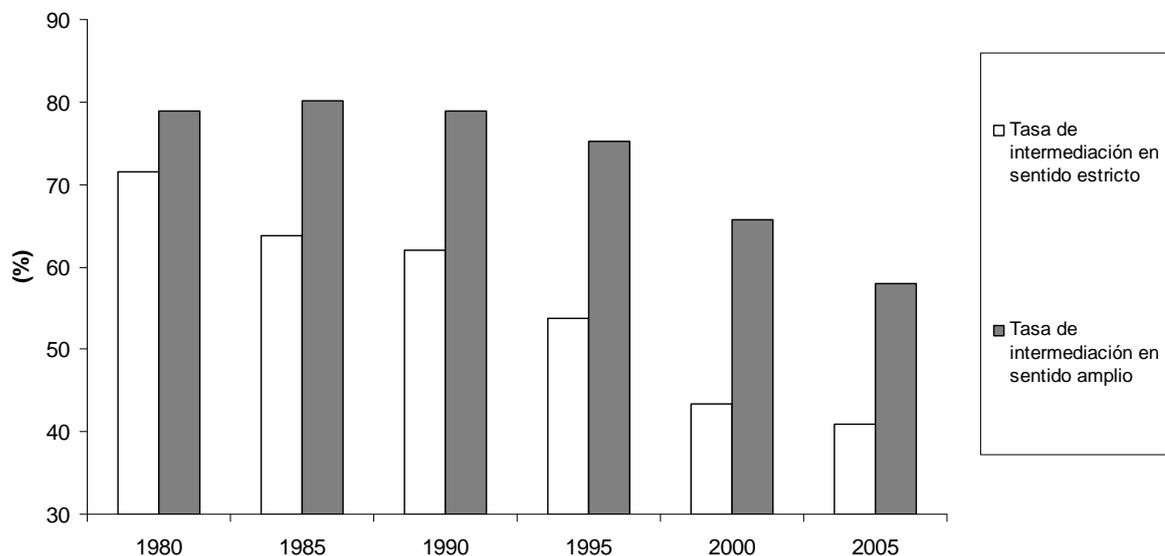
Durante el periodo de 1945-1980 el sistema financiero francés presentaba una doble característica, como se acaba de mencionar en el punto anterior: la mayor parte de la financiación de la economía provenía de la banca, y además dicha financiación estaba muy controlada por el Estado. En 1978, dos tercios de la financiación externa de las sociedades francesas provenía del endeudamiento con los intermediarios financieros, al tiempo que la mayor parte de dichos intermediarios estaban nacionalizados o controlados directamente por el Estado. Los tipos de interés estaban administrados por el sector público y el 50% de los créditos a empresas eran preferenciales (es decir, en condiciones más favorables que las del mercado). Además, la apertura al exterior era muy reducida, puesto que el control de cambios era muy riguroso, y la concurrencia entre los intermediarios financieros era muy débil debido a la parcelación y especialización de los distintos circuitos de distribución del crédito (*Credit Agricole* por un lado, y por otro *Crédit Foncier de France* y *Caisse des Dépôts et Consignations*).

A partir de 1985-86 se procederá a la sustitución de esta “economía administrada de endeudamiento” por las “finanzas de mercado” (Plihon, 2003: 23-25 y Della Gaspera, 2001: 66), de forma que la lógica concurrencial se impuso progresivamente al control público sobre el sistema financiero nacional: ya desde 1984 se produce la apertura internacional del mercado primario, en 1985 se produce una fuerte reducción del porcentaje de créditos concedidos a tipos regulados, en 1986 comienza la privatización del sector bancario, en 1987 se suprime las restricciones del crédito y en 1989 se elimina el control sobre los tipos de cambio.

Por otro lado, se acomete la creación de un mercado francés unificado de capitales en el marco de la constitución del Mercado Único europeo. Para ello se desarrollaron medidas que promovieron la apertura, la liberalización y la comunicación entre sí de los diferentes mercados de capitales existentes (monetario, de obligaciones y de acciones) (Cahiers français, 2001). Estos mercados habían permanecido infradesarrollados, compartimentados e incomunicados durante décadas, lo que no permitía una confrontación global de la oferta y demanda de capitales, ni el arbitraje instantáneo de los inversores financieros en la composición de sus carteras de negocio entre títulos a corto plazo, largo plazo, remunerados según el mercado monetario, etc. El mercado unificado se vio impulsado por la creación de un mercado de títulos negociables (TCN) en 1985, que abrió a los operadores el mercado de capitales a corto plazo y aseguraba la comunicación de este mercado con los de largo plazo. Del mismo modo, dicha unificación también fue impulsada por la creación del Mercado a Plazo Internacional de Francia (MATIF) en 1986 y del Mercado de Opciones Negociables de

París (MONEP) en 1987. El primero de ellos es el mercado de derivados sobre tasas de interés y sobre índices de materias primas, mientras que el segundo negocia las opciones sobre acciones y sobre los índices bursátiles. El mercado unificado de capitales de Francia se abrió a operadores tanto financieros como no financieros, nacionales y extranjeros. Este proceso de liberalización y desreglamentación de los mercados financieros franceses se ha traducido en una progresiva desintermediación, disminuyendo la tasa de intermediación en sentido estricto de la banca tradicional –tal y como se ve en el Gráfico 1– del 71,5% en 1980 al 62,1% en 1990, y al 40,9% en 2005<sup>2</sup>.

Gráfico 1: Tasa de intermediación financiera



Fuente: Banque de France

La necesidad de financiación de la deuda pública de los Estados de la OCDE ha sido uno de los principales motores del proceso de mundialización financiera y del paso a unas finanzas de mercado. El caso francés es paradigmático en este sentido. El proceso de titularización del déficit público francés ha permitido un fuerte crecimiento del peso de la deuda pública, pasando el porcentaje de deuda pública sobre el PIB del 20,8% en 1980, al 27,4% en 1990, 42,6% en 1995 y 67,2% en 2006 (INSEE, 2007). Este proceso ha colaborado en una notable profundización y extensión del mercado de capitales francés, al tiempo que ha

<sup>2</sup> La tasa de intermediación en sentido estricto se corresponde con la proporción de los créditos en el total de la financiación de los residentes no financieros. La tasa de intermediación en sentido amplio viene dada por el conjunto de las posiciones mantenidas por las instituciones monetarias, derivadas no solamente de la concesión de créditos, sino también de la adquisición de títulos.

sido un vector clave en su internacionalización dada la necesidad del Estado de contar con los fondos de los inversores extranjeros para financiar su deuda. De hecho, en 2000-2005, el déficit primario francés –aquel que no tiene en cuenta las partidas de gastos financieros del Estado– se ha situado en valores muy próximos al equilibrio presupuestario (oscilando entre el 1,4% del año 2000 y el -1,5% del 2003), al tiempo que el pago de intereses se situaba en torno al 3% del PIB, lo que explicaba casi íntegramente el conjunto del déficit público total durante este periodo (en torno al 2-4% del PIB). Este fuerte incremento de la deuda pública y del pago de intereses a los mercados financieros, no sólo han supuesto un mecanismo de redistribución de rentas hacia los inversores financieros propietarios de esas obligaciones públicas, sino también un notable impulso a los crecientes mercados de capitales.

Al papel impulsor de las finanzas de mercado que en los años ochenta juega la deuda pública, se le suma los años noventa las medidas de liberalización, apertura y apuntalamiento del mercado bursátil. Entre ellas destacan las encaminadas a impulsar y dar rango de ley a las principales reglas del *corporate governance*<sup>3</sup>. Así, a imagen y semejanza de los informes y códigos desarrollados en los países anglosajones (*Principles of Corporate Governance* en EE.UU. en 1992, o *Code of Best Practice*, en el mismo año en el Reino Unido), se desarrollan en Francia el primer y segundo Informe Viénot, en 1995 y 1999 respectivamente (Plihon y Ponsard, 2002: 71-72).

El primero de estos informes aconsejaba reforzar el papel del consejo de administración, incluyendo administradores independientes; recomendaba igualmente limitar el número de mandatos acumulados por administrador, incorporar comités de auditoría al consejo de administración y adaptar la contabilidad de las empresas al modelo anglosajón de *International Accounting Standards*<sup>4</sup>. Más allá de medidas concretas, este informe tenía como objetivo fundamental mandar el signo a los mercados financieros internacionales de que el gobierno francés era firme en su decisión de abrir la plaza de París a los inversores extranjeros. El segundo de los informes iba más allá, propiciando un mayor acercamiento a las normas anglosajonas de gestión empresarial: se le daba un peso más importante a los administradores independientes (que debían completar un tercio del consejo de

---

<sup>3</sup> La literatura especializada utiliza esta expresión anglosajona para referirse al gobierno corporativo de la empresa, es decir, a aquella gestión empresarial derivada de la soberanía accionarial. Orlean (1999: 219) reproduce los indicadores que se consideran básicos para valorar el desarrollo del *corporate governance*.

<sup>4</sup> A propósito de esta cuestión, el 11 de julio de 2003, Jacques Chirac escribe a Romano Prodi, presidente de la Comisión Europea, para persuadirle de que no adoptase las normas contables de la IAS, puesto que, según palabras del presidente francés, estas medidas “podrían suponer el riesgo de conducir a nuestra economía a una creciente financiarización y a métodos de dirección empresarial que privilegien demasiado el corto plazo”. Citado en Mouriaux (2004: 102)

administración) y se potenciaba, entre otras cuestiones, la separación entre presidente y director general.

La necesidad de los poderes públicos franceses de potenciar aún más la apertura de la plaza financiera de París y garantizar la llegada de los inversores extranjeros ha terminado por dar rango de Ley a estos informes, adoptándose el 2 de mayo de 2001 la *Loi sur les Nouvelles Régulations Économiques* (NRE), que legisla definitivamente el conjunto de medidas que componen el *corporate governance* (Jeffers y Plihon, 2001: 19):

- Redistribución de poderes en la empresa: el director general asegura la administración de la empresa, al tiempo que el consejo de administración concibe la estrategia general, la vigilancia y el control. Ello conlleva un debilitamiento del poder de los directivos en beneficio de los accionistas.
- Voluntad de transparencia: los directivos quedan obligados a divulgar un conjunto de información relativa a su gestión y, en particular, a sus remuneraciones.
- Lucha contra los conflictos de intereses: el derecho de sociedades francés, basado en la estructuración y organización de procedimientos, queda desplazado por las convenciones propias del derecho anglosajón (gestión de los conflictos de interés en el seno de la empresa mediante reglas de comportamiento y apreciación).
- Nuevos derechos de los accionistas: los accionistas se convierten en personas jurídicas con posibilidad de recurrir al sistema judicial si así lo consideran.
- Pretendida confusión entre el estatuto del accionista y el del asalariado: a partir de ahora se contempla el derecho de los asalariados a ser titulares de acciones de su propia empresa en los márgenes que contempla la ley para poder intervenir en las asambleas. Por tanto, los derechos de recurso al sistema judicial otorgados a los accionistas, les son también facilitados formalmente a los comités de empresa.

Por último, hay que destacar que en el desarrollo de las finanzas de mercado francesas ha jugado un notable papel la *Loi sur le Plan Partenarial d'Épargne Salarial Volontaire* (PPESV) de 2001, y la "*Loi Fillon*" de agosto de 2003 sobre la reforma de las pensiones, así como todas aquellas medidas encaminadas a favorecer la canalización masiva del ahorro salarial y de las pensiones hacia el mercado bursátil. La primera de estas medidas ha favorecido la canalización hacia las bolsas, vía inversores institucionales y en condiciones fiscales muy ventajosas, del ahorro salarial proveniente de la participación en beneficios y de

aportaciones voluntarias. Los inversores institucionales que gestionan dichos fondos de ahorro salarial, vinculados a empresas concretas, suelen colocarlos en acciones de la propia empresa. La segunda de dichas leyes, la Ley Fillon de 2003, ha legalizado en Francia los sistemas privados de pensiones, constituyendo un nuevo régimen facultativo de pensiones por capitalización (PERP, *Plan d'Épargne Retraite Populaire*).

#### **4.- Nueva geografía del capital: entrada de capital extranjero e inversores institucionales en Francia**

El desarrollo de estas medidas de liberalización y desregulación financiera que acabamos de mencionar, junto con otra serie de factores que a continuación abordaremos, se ha traducido en un importante desarrollo de las finanzas de mercado en Francia.

Una característica del nuevo contexto financiero francés, al igual que del internacional, es la pujanza de un nuevo tipo de agentes financieros: los inversores institucionales (fondos de pensiones, fondos de inversión, *hedge funds* y compañías de seguros). El formidable desarrollo de las diferentes categorías de inversores institucionales que ha experimentado la economía mundial en estas últimas décadas, también se ha dado en la economía francesa, de forma que estos actores han pasado a ocupar un lugar crecientemente importante en el corazón financiero del país. Tal y como se puede ver en el Cuadro 2, el crecimiento de los inversores franceses durante los años noventa ha sido espectacular, aumentando el número de activos financieros detentados por dichas instituciones desde el 10,7% del PIB en 1981, al 63,3% en 1990 y al 156,4% en 2004.

Cuadro 2: Activos financieros de los inversores institucionales (% del PIB)

PAIS	1981	1985	1990	1995	2000	2001	2004
EE.UU.	70,5	93,7	114,2	153,0	199,9	191,1	182,9
Japon			116,5	151,8	132,2	107,5	146,9
Reino Unido	48,8	68,8	118,7	157,3	200,2	171,6	209,3
Francia	10,7	22,6	63,3	98,6	110,3	102,2	156,4
Alemania	18,7	21,0	41,8	61,7	71,7	68,2	86,8
Holanda	77,9	83,9	141,2	191,3	177,5	154,5	215,1
Canadá	35,4	38,8	63,2	76,1	93,9	88,6	112,6
Italia			14,8	30,3	73,4	67,7	93,4
Total OCDE	34,4	44,1	83,0	113,5	138,4	128,3	137,8

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de OECD Annual Statistics on Institutional Investors' Assets. Statistical Compendium OECD

No obstante, aún más relevante que este impresionante crecimiento de los inversores institucionales franceses para explicar el nuevo contexto financiero del país, es la importante llegada de capitales extranjeros a la plaza financiera de París. Particularmente relevante ha sido la entrada de inversores institucionales extranjeros en el mercado bursátil.

La presencia de inversores extranjeros en el seno de las sociedades francesas se ha desarrollado de manera espectacular, pasando del 10% de la capitalización bursátil en 1985, al 23,5% en 1993, y al 37% en 2002. Dicha cifra es aún mayor si consideramos las empresas cotizadas en el CAC 40, llegándose en tal caso casi al 50% en el año 2000 (Banque de France, 2007). Son cifras muy superiores a los estándares internacionales, según los cuales las tasas de detención media de la capitalización bursátil por no residentes eran en el año 2000 del 22,4% en el Reino Unido, del 12% en Japón o del 11,5% en EE.UU. El hecho de que el 80% de las transacciones financieras que se llevaban a cabo en la Bolsa de París a finales de los años noventa correspondiese a movimientos de los inversores extranjeros, da muestra de la gran importancia que éstos han cobrado durante este periodo (Banque de France, 2007).

Además del proceso de liberalización y desregulación de los mercados financieros franceses, tres factores adicionales se sitúan en la base de esta importante llegada de inversores a las sociedades francesas, operando todos ellos simultáneamente: la voluntad de los inversores institucionales anglosajones de diversificar sus carteras de negocio, el proceso de privatizaciones de los principales grupos franceses, y la necesidad de estos grupos de financiar sus operaciones de crecimiento externo a partir de la segunda mitad de la década de los noventa. Analicemos a continuación con más detalle estos factores.

En primer lugar, debe tenerse en cuenta que uno de los principales objetivos de los inversores institucionales es mantener una cartera de negocio diversificada, tanto sectorial como geográficamente. Esto ha llevado a los inversores institucionales de todo el mundo (entre los cuales los norteamericanos detentan más de la mitad de los activos) a desplazarse por toda la geografía planetaria en busca de inversiones rentables, líquidas y seguras, privilegiando las plazas europeas en esta diversificación. La diversificación de los inversores institucionales es desigual según su país de origen (Plihon y Ponsard, 2002: 35-36). Los europeos o japoneses tienden a presentar una diversificación internacional de su cartera de negocios más elevada que la de los inversores norteamericanos. Así por ejemplo, en 1996 los fondos de pensiones holandeses detentaban el 30% de su cartera de activos en títulos extranjeros, los británicos el 28% y los japoneses el 23%. Esta cifra descendía hasta el 11% en el caso de los fondos de pensiones norteamericanos. Sin embargo, el abrumador peso que tienen los inversores institucionales norteamericanos en el contexto mundial compensa esta

menor tasa de diversificación internacional y les lleva a mantener entradas masivas en las plazas financieras europeas, particularmente en la de París.

No obstante, seguramente la causa más relevante para explicar la importante entrada de inversores extranjeros en la economía francesa ha sido, junto con la liberalización del sistema financiero, las privatizaciones del tejido productivo del país. Tal y como podemos ver en el Cuadro 3, la evolución de la capitalización bursátil francesa se ha movido paralelamente al curso de las privatizaciones, con notables saltos en aquellos periodos en los cuales se ha acelerado el curso de éstas y, por tanto, se ha producido una mayor entrada de capital extranjero.

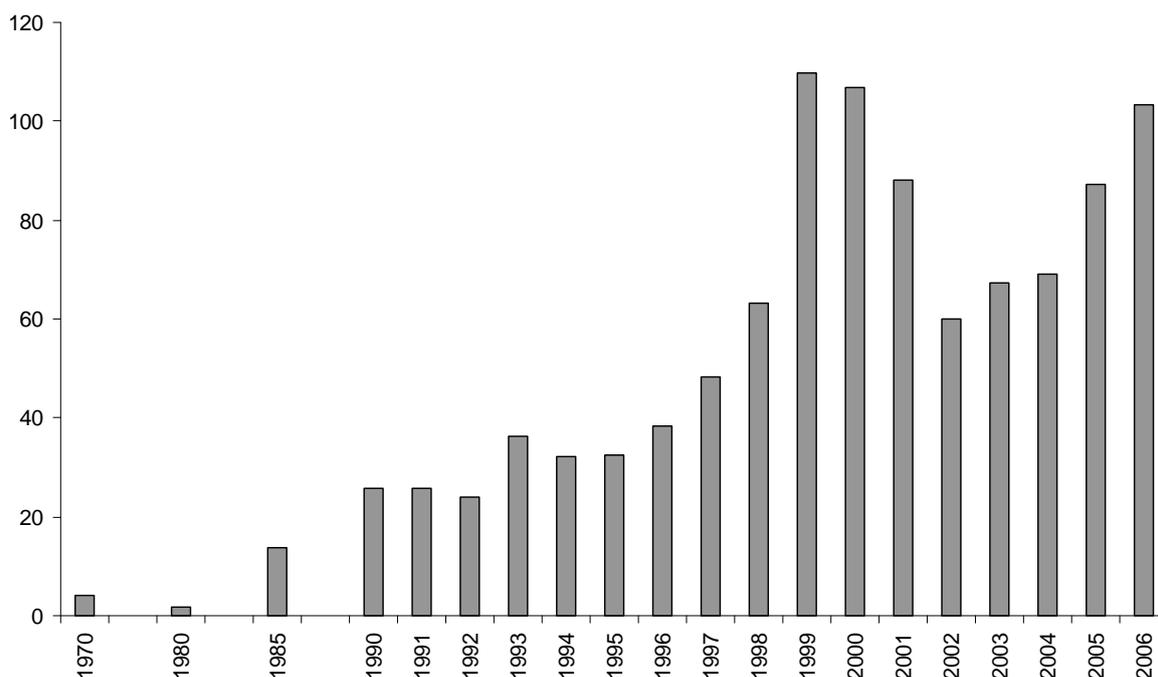
Cuadro 3: Privatizaciones y capitalización bursátil de la bolsa de París.

AÑO	PRIVATIZACIÓN	CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL (millones de euros)
1970		5.100
1980		7.500
1984	Saint-Gobain, Paribas	65.648
1985	Société Générale	102.950
1986	Saint-Gobain	-
1987	Alcatel-Alsthom (CGE), Banque BIMP, CCF, Cie bancaire du BTP, Compagnie Général de Constructions Téléphoniques, Agence Havas, Paribas, Société Générale, Sonegal, Suez, TF1, Mutuelle générale française-accidents, Mutuelle générale française-vie,	-
1988	Société Matra	222.494
1992	Total	264.210
1993	BNP, Crédit local de France, Rhône-Poulenc	403.890
1994	Elf-Aquitaine, UAP	372.140
1995	Pechiney, Seita, Usinor-Sacilor	389.390
1996	Compagnie Générale Maritime, AGF, BFCE, Cie Française de Navigation Rhénane, Banque Laydernier, Renault.	472.430
1997	Bull, France Telecom	613.430
1998	CIC, Thomson-CSF, GAN, CNP-Assurances, Société Marseillaise de Crédit, RMC	837.060
1999	Crédit Lyonnais, Eramet, Aérospatiale-Matra,	1.499.500
2000	Thomson Multimédia	1.540.810
2001	Banque Hervet, Société française de production et de création audiovisuelles	1.319.000
2002	-	928.000
2003	-	1.075.000
2004	Air France, Société Nationale Immobilière, Autoroutes PRR, Pages Jaunes	1.147.040
2005	Snecma, France Télécom, Crédit Lyonnais, Thompson	1.490.870

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de INSEE y Euronext

Esta masiva entrada de recursos en la economía francesa ha colaborado en propulsar la capitalización de la bolsa de París más allá del 100% del PIB en 1999-2000 y, de nuevo, en 2006 (ver Gráfico 2).

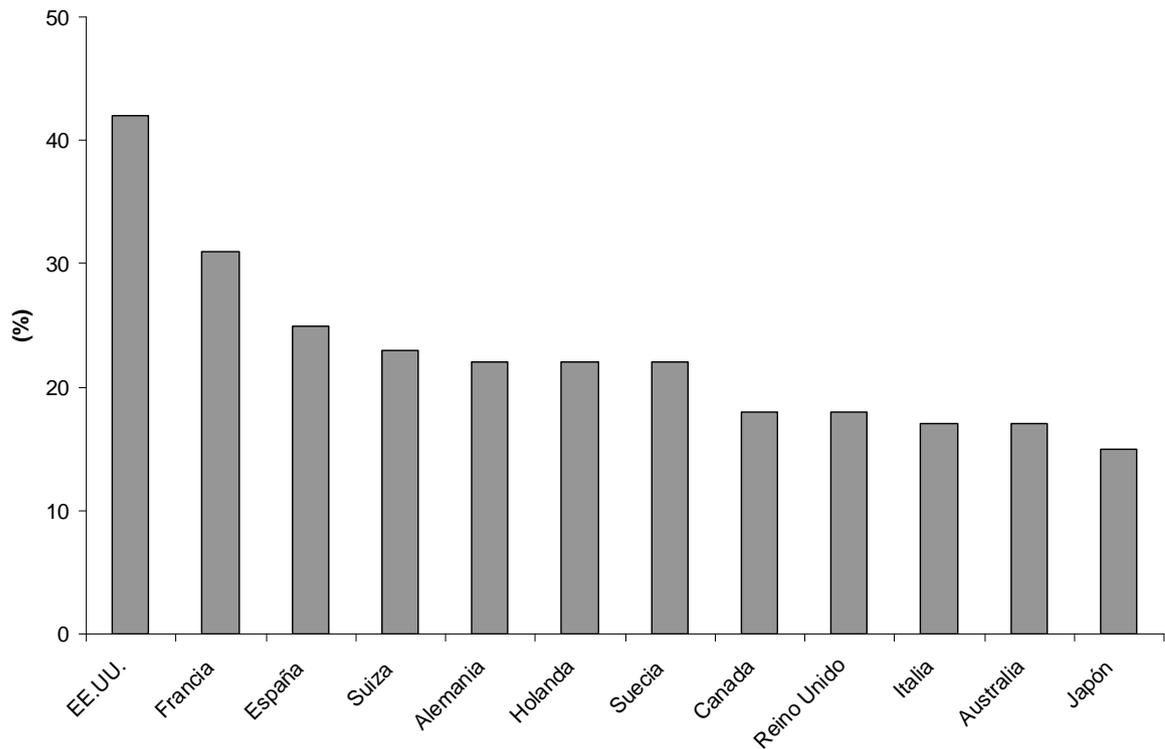
Gráfico 2: Capitalización de la Bolsa de París (% PIB)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de INSEE y Euronext

Este extenso proceso de privatizaciones, junto con el asociado incremento del volumen de transacciones y de la liquidez, ha determinado la mayor rentabilidad a partir de 1995-96 de la plaza financiera de París en comparación con otros destinos alternativos, lo que ha reforzado igualmente la llegada de los inversores institucionales. En el Gráfico 3 podemos observar la rentabilidad financiera para el accionista –*Total Shareholder Return*– durante la segunda mitad de los años noventa de las principales plazas financieras internacionales, destacando tras Wall Street, la bolsa de París.

Gráfico 3: Total Shareholder Return (TSR) anual medio de las principales bolsas internacionales, 1995-2000 (sobre las 100 primeras empresas, en %)



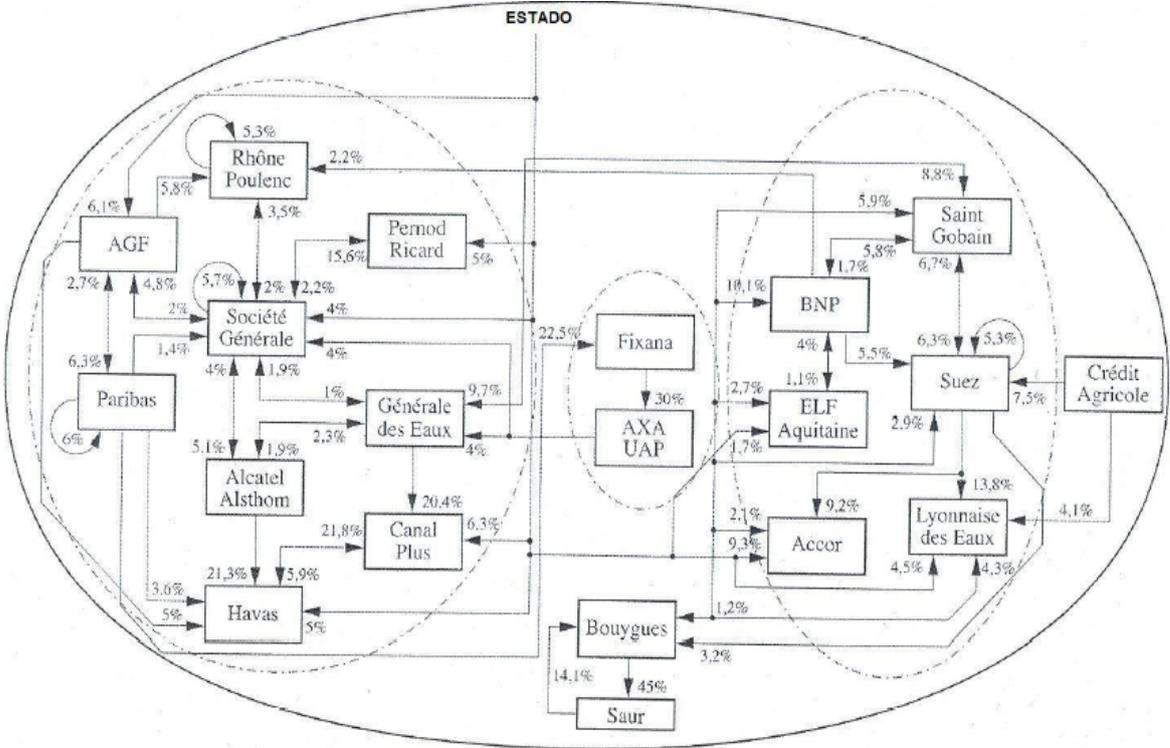
Fuente: Boston Consulting Group, Datastream.

Según François Morin (1998), el proceso de privatizaciones en Francia se desarrolla en dos fases muy diferentes. En una primera fase, la que tiene lugar entre 1986 y 1995, los distintos gobiernos franceses buscaron vender el capital de las empresas privatizadas a determinados bloques de accionistas franceses seleccionados, de forma que se retuviese la propiedad en manos francesas “amigas”. Esto debía de permitir –a pesar del cambio de titularidad de la propiedad– que se mantuviese la estructura de capital que durante más de dos décadas había caracterizado a la economía francesa. Este modelo de propiedad del capital, que Morín y Rigamonti (2002: 156) han denominado de “corazón financiero”, se caracterizaba por la existencia de “núcleos duros” de accionistas estables en las empresas que tejían a su vez una densa red de “participaciones cruzadas” entre las distintas sociedades. En el centro de esta estructura reticular de “participaciones cruzadas”, se encontraban los denominados pivotes financieros del modelo: intermediarios financieros bancarios que organizaban y cohesionaban la relación banca-industria.

Este modelo, que podemos observar con más detalle en la Figura 1, resultó ser un modelo ciertamente útil para proveer de la financiación necesaria a las sociedades inscritas en cada

uno de los correspondientes polos. Hasta finales de 1996, se pueden distinguir tres grandes polos en el modelo de “corazón financiero” de la economía francesa: un primer polo, que contaba con la Société Générale, AGF y Paribas como pivotes financieros, y que agrupaba a Pernod Ricard, Rhône Poulenc, Schneider, Pinault, Printemps, Redoute, Peugeot, Lafarge y Total. El segundo polo, que descansaba sobre el BNP y Suez, en estrecha alianza con Saint-Gobain, agrupaba a Elf Aquitaine, Accor, Lyonnaise des Eaux y Crédit Agricole. Finalmente, el tercer polo emerge con la absorción de UAP por Axa, cuyas vínculos se situaban en los otros dos polos, lo que le confería en su momento una posición privilegiada.

Figura 1: El Corazón financiero francés, diciembre de 1996.



Fuente: Base de datos sobre propiedad accionarial de Sisife-Lerep, Universidad de Toulouse, LEREPS; tomado de Morin, 1998

La primera fase de las privatizaciones trató de reforzar dicho modelo a partir de unas privatizaciones en las que los poderes públicos siguieron el criterio de destinar, generalmente, el 10% del capital privatizado a los asalariados de esas empresas, el 15% a inversores extranjeros, el 50% para accionistas individuales o institucionales franceses y el 25% restante para los denominados “núcleos duros” (Plihon, 2004: 62-63; Plihon, 2003: 34-35). A mediados de los años noventa, la gestión de las empresas francesas reposaba aún sobre la lógica del “control interno”. No obstante, y a pesar de que hasta 1996 la inmensa mayoría de

los grupos franceses participan de este modelo de “corazón financiero”, la entrada de capital extranjero durante esta primera fase de las privatizaciones fue muy notable.

Ahora bien, es durante la segunda fase de las privatizaciones, la que tiene lugar entre 1996 y 2006, cuando se va a producir la mayor entrada de inversores institucionales en el mercado bursátil francés, iniciándose lo que Morin (1998: 20) ha denominado la “gran ruptura”: la quiebra que ha hecho bascular a la economía francesa desde el modelo tradicional de posesión de capital basado en los “núcleos duros” de nacionalidad francesa y en las “participaciones cruzadas” entre éstos, a otro nuevo basado en una mayor dispersión del capital y en la acumulación de éste en manos de múltiples inversores institucionales, particularmente anglosajones. Este autor sitúa el punto de inflexión de esta ruptura concretamente en diciembre de 1996, fecha en la cual se produce la fusión entre AXA y UAP (Morin, 2000: 41). A partir de ese momento, la entrada de capitales extranjeros en la bolsa francesa no hará sino crecer espectacularmente, así como el cambio de propiedad asociado a dicho crecimiento.

En la quiebra de este modelo de “corazón financiero” se sitúa precisamente la tercera de las razones que explican la formidable entrada de capital extranjero durante este periodo: la necesidad de los grupos franceses de financiar sus operaciones de crecimiento externo a partir de la segunda mitad de la década de los noventa, dadas las nuevas exigencias del mercado único europeo y de la competencia mundial en términos de tamaño crítico. Así, durante estos años se producen las fusiones de AXA-UAP, Suez-Lyonnaise y CGE-Havas-Canel Plus en 1997; Rhône Poulenc-Hoescht en 1999, Total-Petrofina-Elf Aquitaine, BNP-Paribas, Vivendi-Seagram en 2000; y Usinor-Arbed-Aceralia en 2001. La incapacidad de los grupos financieros que actúan como piedra angular de cada uno de los polos del modelo de “corazón financiero” de acompañar a las sociedades francesas en este proceso, lleva a que los directivos de éstas vayan abriendo progresivamente el capital a los inversores institucionales extranjeros.

Según las investigaciones desarrolladas por diversos autores a partir de la base de datos Sisife-Lerep de la Université de Toulouse (Morin 2000 y 1998; Morin y Rigamonti, 2002; Gespach *et al.*, 2005), las participaciones cruzadas, si bien seguían teniendo una importancia relativa a finales de los años noventa, presentaban ya en este momento un menor peso sobre el capital de las empresas francesas del CAC 40 que el que tenían los inversores institucionales extranjeros. Dichas participaciones cruzadas han caído del 30% al 20% sólo entre 1990 y 1997, al tiempo que las participaciones de capital de los principales bancos franceses en las empresas del CAC 40 se han reducido notablemente entre 1997 y 2001, pasando del 14,9% al 3,5% (Morin 2000: 43; Morin y Rigamonti, 2002: 168). Las estimaciones del *Commissariat*

*General du Plan* (2004, 19-49) señalan además que a finales de los años noventa la mitad de las empresas francesas del CAC 40 tenían aún un núcleo de accionistas estables del 30% del capital, mientras que este ratio ya caía por debajo del 20% en otros 15 grupos y a menos del 5% para los 5 grupos restantes.

Paralelamente, la entrada de inversores institucionales en el capital de las empresas francesas les ha llevado a constituirse en el principal núcleo de accionistas. Tal y como podemos ver en la Tabla 2 del anexo estadístico, los inversores institucionales presentan participaciones muy relevantes en el capital de las empresas del CAC 40, oscilando entre el 20-30% de su capital social y en ocasiones incluso por encima, con un mayor peso de los inversores extranjeros que nacionales (es el caso de Air Liquide, Alcatel, Alstom, Aventis, Axa, Bic, BNP Paribas, Danone, Havas, Lafargue, Michelin, Saint Gobain, Total-Fina Elf o Vivendi Universal). El Cuadro 4, resumen de la información proporcionada por la Tabla 2 del anexo estadístico, muestra además cómo la evolución de la propiedad accionarial de las empresas del CAC-40 entre 1997 y 2001 no ha hecho sino reforzar esta tendencia: la propiedad de los inversores institucionales extranjeros ha crecido un 66,9% durante estos años, mientras que la propiedad familiar caía un -4,4% y la de la banca francesa lo hacía en un -74,4%.

Cuadro 4: Evolución de la propiedad accionarial de los grandes grupos empresariales franceses entre 1997-2001, en %.

	Auto-Control	Familiar	Estatal	Sociedades no financieras francesas	Sociedades Financieras francesas	Extranjeros	Inversores institucionales franceses	Inversores institucionales extranjeros
1997	3,07	10,39	2,91	7,99	14,95	4,15	6,87	9,34
2001	3,7	7,93	3,95	7,64	3,53	6,62	9,19	15,59
Evolución (%)	23	-4,4	35,8	-4,3	-74,4	59,5	33,8	66,9

Fuente: Base de datos sobre propiedad accionarial de Sisife-Lerep, Universidad de Toulouse, LEREPS; tomado de Morin, 2002. Resumen de la Tabla 2 del anexo estadístico.

Una especificidad particularmente relevante de esta nueva geografía del capital protagonizada por los inversores institucionales, radica en lo que podríamos denominar “efecto piraña”: a pesar de que los inversores institucionales mantienen grandes participaciones colectivas en el seno de las empresas francesas, cada uno de dichos fondos tomados individualmente presenta participaciones muy pequeñas, tal y como podemos ver en

el Cuadro 5 para tres de los principales inversores institucionales que actúan en Francia (Calpers, Fidelity y Templeton).

Cuadro 5: Accionariado propiedad de los principales fondos de inversión extranjeros, 1997 (% del capital total)

GRUPOS FRANCESES	FONDOS DE INVERSIÓN EXTRANJEROS (%)	(DE LOS CUALES)		
		CALPERS (%)	FIDELITY (%)	TEMPLETON (%)
AGF	7,24	0,2	0,09	0,2
Alcatel	19,81	0,3	10,04	1,9
AXA UAP	7,4	0,36	0,26	1,06
BNP	14,56	0,24	0,15	4,9
Bouygues	5,69	0,21	0,05	-
Canal plus	8,31	0,2	1,31	-
Elf	12,11	0,26	0,43	2,1
Générale des Eaux	10,13	0,41	0,07	-
Havas	3,86	0,21	0,04	-
Paribas	8,94	0,21	0,18	-
Saint Gobain	9,52	0,36	0,06	0,17
Societe Générale	11,32	0,39	0,68	-
Suez-Lyonnaise	6,41	0,53	0,13	0,5
<b>TOTAL (GRUPO)</b>	<b>15,02</b>	<b>0,33</b>	<b>5,14</b>	<b>1,5</b>

Fuente: Base de datos sobre propiedad accionarial de Sisife-Lerep, Universidad de Toulouse, LEREPS; tomado de Morin, 1998

Este particular modelo de posesión de la propiedad del capital, y las posibilidades que brinda como instrumento de control y sanción, van a ser claves para explicar los mecanismos a través de los cuales el nuevo contexto financiero internacional afecta a las estrategias empresariales de los grupos franceses. Así, el nuevo control que estos inversores institucionales van a tener sobre las políticas industriales, comerciales, financieras, de gestión de la fuerza de trabajo, etc., de las sociedades francesas no radica tanto en el control interno tradicionalmente ejercido por los núcleos duros de accionistas, cuanto en el control externo y en las posibilidades de venta inmediata de los títulos que otorga el mantener pequeñas participaciones de capital plenamente líquidas en numerosas empresas simultáneamente. De ahí la utilización del término “efecto piraña”: la actividad de un único inversor institucional no es particularmente relevante para una empresa dada la pequeña magnitud de su participación; pero la actividad conjunta de esos múltiples inversores institucionales que

componen su capital social, puede resultar determinante. El tradicional rol de poder individualizado que tenía un determinado núcleo accionario en las sociedades francesas ha dado paso al nuevo poder de las finanzas, que se ejerce de forma colectiva y en movimientos comunes de las participaciones mantenidas (los conocidos “comportamientos rebaño”).

### **5.- El impacto de la nueva estructura de capital sobre la gestión de las empresas francesas**

La radical modificación de la estructura del capital de las empresas francesas a partir de 1996, fruto de la llegada masiva de inversores institucionales extranjeros así como del paralelo desarrollo de los inversores institucionales franceses, ha determinado un importante cambio en el tradicional modelo de gestión francés<sup>5</sup>. No obstante, la adopción de los patrones de gestión del modelo de *corporate governance* en Francia, a pesar de estar sucediendo a una notable velocidad, no ha estado exenta de contradicciones y conflictos.

La implementación por parte de los poderes públicos y de las empresas francesas de las medidas que promueven y garantizan el desarrollo del *corporate governance*, ha avanzado notablemente a lo largo de esta última década. Subsisten no obstante numerosas especificidades del modelo de gestión tradicional francés, lo que hace pensar que seguramente no se esté produciendo una simple asimilación del modelo anglosajón<sup>6</sup>. Así por ejemplo, en el derecho de sociedades francés aún se reconoce formalmente el “interés social” de la empresa y la necesidad de considerar dicho interés social más allá del de los propios accionistas; los representantes sindicales de los comités de empresa tienen aún derecho a sentarse en el consejo de administración; la confusión de poderes entre presidente y director general subsiste en muchas empresas; persisten las dificultades para ejercer el derecho de voto o la delegación de éste para los accionistas minoritarios extranjeros; y se mantiene la existencia del “voto doble” en muchas empresas.

Sin embargo, y a pesar del mantenimiento de estas especificidades, la incorporación en los patrones de gestión franceses de los elementos propios del *corporate governance* son claros: la conocida consultora británica Heidrick & Struggles, en la edición de 2003 de su estudio bianual sobre la evolución de la implantación del *corporate governance* en Europa (Albert-Roulhac y Stepanov, 2003), señalaba a Francia como uno de los tres países europeos más

---

<sup>5</sup> Este nuevo modelo de propiedad accionarial y de gestión empresarial se refiere fundamentalmente a las sociedades cotizadas en bolsa. La intervención de los inversores institucionales en las sociedades no cotizadas suele ser muy diferente, dando lugar en muchas ocasiones a compras de paquetes accionariales importantes para tener el control de la empresa (esta estrategia es particularmente relevante en el caso de los *hedge funds*).

<sup>6</sup> En este sentido, Jeffers y Plihon (2001: 18) dan mayor crédito a la tesis de la hibridación de sistemas de gestión para el caso francés, que a la simple y mera convergencia hacia los patrones anglosajones de gestión.

avanzados en este sentido (sólo por detrás de Reino Unido y Holanda), notablemente por encima de la media del resto de países y con una notable progresión durante los últimos años. Entre 1999 y 2003, la puntuación global que recoge las prácticas de *corporate governance* de las compañías francesas se ha incrementado en más de un 23% según la escala Heidrick & Struggles. Igualmente, Horvath *et al.* (2001), en un análisis comparativo sobre la evolución de los principios de *corporate governance* en Europa, señalan el notable incremento de éstos en Francia, indicando cómo las empresas que declaran tener en cuenta en su gestión única y exclusivamente los intereses de los accionistas (frente a las que declaran tener en cuenta además los intereses de otros agentes), han pasado en Francia del 22% en 1990 al 36% en 2000. En 1998-99 el 92% de las empresas del CAC 40 habían creado ya los comités adjuntos al consejo de administración que recomendaba el primer informe Viénot (comité de remuneración, de nominación y de auditoría), frente al 37% de 1995-96 (Charléty, 2001: 6). En el año 2000, 38 de las 100 primeras empresas del país habían adoptado ya el *International Accounting Standard* (Goyer, 2003: 3).

Tal y como señalan algunos autores (Morin y Rigamonti, 2002; Gespach *et al.*, 2005), la situación actual en este sentido es claramente la propia de una fase de transición. Mientras que por un lado siguen existiendo empresas que presentan un accionariado relativamente estable y una notable ausencia de inversores institucionales extranjeros, otras empresas reflejan una gran dilución del capital asociada a una fuerte presencia de inversores institucionales extranjeros y a un notable desarrollo de las prácticas del *corporate governance*. Además, la tendencia de las primeras es a disminuir en número y la de las segundas a aumentar.

Esta evolución en la propiedad del capital y en la imposición de los criterios del *corporate governance*, se ha traducido en la creciente generalización de mecanismos de gestión cuyo vector fundamental es el curso del precio de las acciones. Así, el tradicional control bancario *ex-ante* de las estrategias empresariales<sup>7</sup>, queda sustituido por un control *ex-post* de los mercados financieros, centrado fundamentalmente en el curso de las cotizaciones bursátiles. Este control *a posteriori* centra su atención en el seguimiento de una serie de ratios que permiten evaluar el grado de cumplimiento de las exigencias de rentabilidad financiera que estos inversores despliegan sobre el tejido productivo francés.

Uno de los instrumentos analíticos más conocidos y utilizados es el EVA (*Economic Value Added*, desarrollado por la consultora Stern & Steward), utilizado para controlar y monitorizar el grado de cumplimiento de los objetivos financieros de la empresa (Montagne y

---

<sup>7</sup> Este tipo de control remite a la tradicional idea de “capital financiero” acuñada por Hilferding (1910).

Sauviat, 2001: 10-13 y Commissariat Général du Plan, 2002: 19- 47). Un EVA positivo es reflejo de que el resultado económico de la empresa después de remunerar el conjunto de capitales invertidos, endeudamiento y fondos propios, así como la fuerza de trabajo, es positivo, lo cual significa que ésta ha creado valor para sus accionistas. Esta es una condición necesaria, aunque no suficiente, para alcanzar la convención que fijan los inversores financieros en los mercados internacionales de capitales de una tasa de retorno o ROE (*Return On Equities*) del 15%<sup>8</sup>. Empresas o unidades de negocio dentro de una empresa que no arrojen un EVA positivo –y que por tanto, desde el punto de vista financiero, no creen valor para el accionista o éste no sea juzgado como suficiente dado el sector de actividad– serán susceptibles de ser cerradas en cualquier momento, al margen de que tengan beneficios positivos y sean rentables. El objetivo de la rentabilidad económica queda así subordinado al de la rentabilidad financiera en este nuevo contexto financiero.

No obstante, como algunas investigaciones han señalado, no todos los grupos de inversores institucionales que han llegado a la economía francesa a lo largo de estos últimos años desarrollan el mismo tipo de políticas accionariales. Para comprender por tanto el tipo de impacto que la nueva estructura de capital pueda tener sobre las estrategias empresariales, es necesario observar qué tipo de inversores institucionales y con qué políticas accionariales son los que predominan en la economía francesa.

En general, la mayor parte de los inversores institucionales (particularmente los fondos de pensiones y los fondos de inversión, así como también los *hedge funds*) tienen una relación con empresas de las que poseen participaciones caracterizada por la ausencia de vínculos de negocio estables entre las partes. Este tipo de relación, que la literatura especializada (Gespach *et al.*, 2005: 11) ha denominado *pressure resistant* (“resistente a la presión”), es diametralmente opuesta al tipo de vínculos estables mantenidos por la banca o las compañías de seguros –*pressure sensitive* (“sensible a la presión”)–, y va a reforzar el carácter pasivo y cortoplacista de la gestión accionarial de los fondos de pensiones y, especialmente, de los fondos de inversión.

Pero hay una segunda taxonomía de las políticas accionariales de los inversores institucionales que tiene especial interés para nuestro objeto de estudio. Es la diferencia entre la gestión activa y la gestión indexada (Jeffers y Plihon, 2001; Montagne y Sauviat, 2001; Plihon y Ponsard, 2002). En el primer tipo de gestión (tradicionalmente desarrollada por los grandes gestores de *mutual funds*, como Fidelity, Vanguard, Templeton, etc.), la técnica

---

<sup>8</sup> Para un análisis en profundidad de las reivindicaciones en términos de rentabilidad de los inversores institucionales, véase Betbèze (2003).

desarrollada por el gestor radica en seleccionar individualmente las diversas empresas que van a entrar a formar parte de la cartera de negocio, tratando de elegir aquellas de mayor rendimiento con el objetivo de “batir el mercado”. Este tipo de políticas, como plantean Morin y Rigamonti (2002: 172), pueden dar lugar al mantenimiento de participaciones por parte de estas instituciones por encima de los reducidos porcentajes anteriormente mencionados (en torno al 5%, o incluso de hasta el 10%). El segundo tipo de gestión, la pasiva o indexada, se basa en que el gestor del fondo organiza la cartera de negocio siguiendo algún índice de referencia internacional, pero no participa activamente ni en la selección de la cartera de negocio ni en la gestión de las empresas participadas. Este segundo tipo de gestión es el que tradicionalmente han desarrollado los fondos de pensiones anglosajones, debido a las reglamentaciones de este sector en EE.UU. Horan (1998) muestra como, a partir de un estudio desarrollado sobre 1.300 portafolios internacionales, los activos de los fondos de pensión gestionados de manera indexada son siete veces más importantes que los gestionados de manera activa. Esta diferencia se eleva a treinta y ocho veces en el caso de acciones internacionales.

Como señalan Montagne y Sauviat (2001), a lo largo de los años noventa se ha producido una tendencia creciente por parte de los inversores institucionales a recurrir a estas políticas accionariales pasivas e indexadas, y no sólo los fondos de pensiones, sino también los fondos de inversión norteamericanos. Así, el desarrollo en EE.UU. de los planes de pensiones de cotizaciones definidas (particularmente bajo los regímenes 401k), junto con la creciente delegación de los gestores de fondos de pensiones en *mutual funds*, y la creciente dificultad de batir el mercado<sup>9</sup>, ha supuesto que los fondos de inversión norteamericanos tiendan a desarrollar de forma cada vez más importante políticas de tipo pasivo o indexado, al igual que los fondos de pensiones. Tal y como podemos ver en la Tabla 3 del anexo estadístico, es precisamente este último grupo de inversores institucionales –los fondos de inversión norteamericanos– aquel que tiene una mayor presencia en el accionariado de las empresas francesas: de los 33 inversores que acumulan un mayor valor en acciones de empresas francesas en sus carteras, 18 son fondos de inversión de EE.UU. (8 de los 10 primeros inversores).

Los fondos de inversión se caracterizan no sólo por su aproximación a las políticas de gestión indexada y pasiva propia de los grandes fondos de pensiones, sino que además

---

<sup>9</sup> Véase en este sentido el trabajo de Froud *et al.* (2000), quienes muestran como la mayor parte de las empresas británicas a finales de los años noventa se situaban con un EVA ligeramente positivo pero muy próximo a cero, demostrando como no todas las empresas pueden batir simultáneamente el mercado.

presentan una particularidad ciertamente relevante para las empresas en las que participan: en la medida en que son instituciones que deben hacer frente a órdenes de venta inmediatas de sus clientes, la liquidez de sus activos debe ser muy elevada, al tiempo que el horizonte de valorización de éstos de muy corto plazo. Según Montagne y Sauviat (2001: 48), el horizonte de mantenimiento de una participación por estas instituciones se sitúa entre los 6 meses y los dos años. Además, en torno a un cuarto de los fondos de inversión renuevan totalmente su cartera de negocio al cabo del año. Los fondos de pensiones presentan plazos de mantenimiento de las participaciones situados entre los dos y cuatro años.

Así, dos son las características que sobresalen en este rápido análisis de los principales inversores institucionales del accionariado francés y de sus políticas accionariales: la primera es el predominio de la gestión pasiva e indexada, que garantiza el sistema de control “externo” de las estrategias de la empresa vía mercado financiero, y el “voto con los pies” como política de castigo en caso de que la rentabilidad financiera no sea la esperada. La segunda característica –consustancial en parte a la primera– radica en el fuerte carácter cortoplacista de dicha gestión, ilustrado por el aumento de la velocidad de rotación (ratio de acciones intercambiadas con relación a la capitalización bursátil) de las acciones de la bolsa de París del 42,8 % al 71,9% entre 1995 y 2000 (Gospel y Pendleton, 2006: 73). Ambas características se traducen en una profunda modificación del marco de gestión al que tradicionalmente se han visto enfrentadas las empresas francesas, garantizándose en este nuevo contexto la primacía de las estrategias de maximización del valor bursátil de las acciones por encima de otros posibles objetivos empresariales, con los posibles costes en términos de crecimiento y empleo que esto puede suponer.

Las decisiones estratégicas y operacionales han quedado subordinadas así a la preeminencia de los objetivos financieros de la empresa, al tiempo que el análisis financiero irrumpía con enorme fuerza en la escena francesa de la mano de conocidas consultoras internacionales (Arthur Andersen, BCG, Braxton, McKinsey, Stern & Stewart, etc.). Este análisis va a insistir en la relevancia del vínculo directo que existe entre los indicadores externos de la empresa (capitalización bursátil, tasas de retorno, dividendos...) y los indicadores internos (*cash flows* actualizados). De cara a maximizar el valor accionarial para los accionistas, la empresa debe buscar la maximización de los flujos internos actualizados particularizados por unidad de negocio, con una fuerte inclinación al cortoplacismo en dicha actualización si es necesario.

## 6.-Conclusiones

A lo largo de este trabajo hemos analizado las transformaciones de la inserción financiera de la economía francesa en la economía mundial, observando cómo las políticas neoliberales –en particular las privatizaciones, la apertura externa y la liberalización financiera– han posibilitado la masiva entrada de inversores institucionales en el accionariado del CAC 40.

Las políticas privatizadoras de los distintos gobiernos franceses han supuesto la progresiva erosión de los “núcleos duros” de accionistas nacionales, así como de las “participaciones cruzadas” entre los principales grupos del país, abriéndose progresivamente la economía al capital extranjero. Además, esto se ha visto acompañado por un nuevo marco jurídico, que ha tratado de impulsar las principales normas del gobierno corporativo de la empresa.

Esta ruptura del modelo tradicional francés de propiedad del capital, junto con el nuevo marco normativo, ha supuesto la implantación de un nuevo patrón de gestión en las principales empresas del país –el *corporate governance*–, que va a determinar, gracias al poder de control que proporciona el mercado accionarial, una profunda modificación de las distintas estrategias empresariales.

El tipo de políticas de gestión de activos y de valorización de inversiones desplegadas por los inversores institucionales (políticas pasivas e indexadas), empuja a las empresas francesas cotizadas en bolsa a modificar sus decisiones estratégicas y operacionales. Esta modificación se concreta en torno a lo que se ha dado en llamar la “financiarización” de las estrategias empresariales<sup>10</sup>, es decir, la subordinación de dichas estrategias a la lógica de maximización del valor bursátil de las acciones. Se contrasta con ello la hipótesis de trabajo que enunciábamos en la introducción.

No obstante, se abre a partir de aquí una significativa línea de investigación: ¿cómo se concreta esta subordinación de las estrategias empresariales a los objetivos financieros de la empresa? ¿Cómo afecta y mediante qué mecanismos influye en el crecimiento empresarial, en las políticas de inversión, en las dinámicas de reestructuración del perímetro interno o en la gestión de la fuerza de trabajo? Responder solventemente a estas preguntas constituye sin duda un importante desafío teórico de cara a profundizar en la influencia que los mercados financieros internacionales ejercen hoy día en el tejido productivo europeo.

---

<sup>10</sup> Véase en este sentido los trabajos de Batsch (2002 y 2004)

**Anexo estadístico:**

**Tabla 1: Parte del empleo público con relación al empleo asalariado total (%)**

<b>Año</b>	<b>1985</b>	<b>1990</b>	<b>1995</b>	<b>2000</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>
Porcentaje (%)	10,5	6,9	7,3	5,1	3,8	3,7

Fuente: Répertoire des entreprises contrôlées majoritairement par l'Etat, Insee

**Tabla 2: Estructura del accionariado de los grandes grupos empresariales franceses**

		<b>Auto-Control</b>	<b>Familiar</b>	<b>Estatal</b>	<b>Sociedades no financieras francesas</b>	<b>Sociedades Financieras francesas</b>	<b>Extranjeros</b>	<b>Inversores institucionales franceses</b>	<b>Inversores institucionales extranjeros</b>
<b>Accor</b>	2001	1,08	3,29	0	1,48	10,72	2,03	12,61	9,09
	1997	1,14	1,99	0	1,25	22,72	1,34	8,67	11,3
<b>AGF</b>	2001	12,3	0	0	0	0	63,63	5,47	4,56
	1997	8,8	0	2,11	7,8	14,24	12,58	8,6	7,24
<b>Air Liquide</b>	2001	2	0	0	0	0	0	16,21	29
	1997	0,63	0	0	0	12,76	0	8,4	5,32
<b>Alcatel</b>	2001	9,72	0	0	3,73	1,94	0	9,44	23,27
	1997	6,11	0	0	1,67	15,47	0	7,89	19,81
<b>Alstom</b>	2001	0	0	0	5,66	0	5,66	10,97	36,12
	1997	0	0	0	50	0	50	0	0
<b>Aventis</b>	2001	3,43	0,27	0	0	0,19	13,89	9,41	25,06
	1997	4,01	2,6	0,87	3,63	25,6	1,52	7,06	11,01
<b>AXA</b>	2001	0,3	0	0	0	17,84	0,02	10,46	21,26
	1997	1,08	0	0	1,59	38,48	1,86	5,43	7,4
<b>Bic</b>	2001	0	39,09	0	0	0	7,17	6,08	31,84
	1997	0	43,25	0	0	4,91	0	7,63	10,66
<b>BNP Paribas</b>	2001	4,41	0	0	3,57	0,43	0,45	13,73	22,19
	1997	3,04	0	0	8,77	12,29	4,58	4,63	14,56
<b>Bouygues</b>	2001	6,54	17,17	0	16,71	6,64	0	9,27	9,86
	1997	6,45	17,81	0	0	19,16	1,84	5,76	5,69
<b>Canal +</b>	2001	0	0	0	48,48	2,72	0	3,64	10,14
	1997	0,28	0	0	34,61	11,15	19,6	3,63	8,31
<b>Cap Gemini</b>	2001	0	5,16	0	11,65	0	4,58	9,24	19,62
	1997	2	16,94	0	35,94	9,94	4,1	4,83	9,77
<b>Carrefour</b>	2001	4	18,8	0	0	0	3,29	10,95	10,79
	1997	4,25	28,57	0	0	8,8	5,15	8,2	8,09
<b>Casino Guichard</b>	2001	1,5	66,14	0	2,19	0	0	9,84	3,56
	1997	5,66	41,09	0	0,06	3,46	0	5,11	3,29
<b>Crédit Lyonnais</b>	2001	5,26	0	9,49	0	24,45	13,97	9,32	6,95
	1997	0	0	75	0	0	0	0	0
<b>CCF</b>	2001	0	0	0	0	0	100	0	0
	1997	2,78	0	0	3,78	18,42	13,09	7,41	8,41
<b>Compagnie Bancaire</b>	2001	-	-	-	-	-	-	-	-
	1997	0	0	0	0	62,06	0	8,84	6,33
<b>Danone</b>	2001	6,91	0	0	0	10,8	0	11,84	23,27
	1997	1,93	0	0	0	21,64	6,78	7,51	8,87

Tabla 2 (continuación)

		Auto-Control	Familiar	Estatal	Sociedades no financieras francesas	Sociedades Financieras francesas	Extranjeros	Inversores institucionales franceses	Inversores institucionales extranjeros
Dassault Systèmes	2001	0,5	49,73	15,59	0	0	4,24	5,02	8,19
	1997	0	50,96	16,16	0	0	4,29	2,45	4,62
Dexia	2001	0	0	0	0	0	35,81	4,34	14,83
	1997	0,3	0	0	0	21	10,4	9,5	14,52
EADS	2001	0	15,15	16,65	0	0	36,19	4,34	3,28
	1997	-	-	-	-	-	-	-	-
Elf Aquitaine	2001	-	-	-	-	-	-	-	-
	1997	10,11	0	0,75	2	12,81	0,86	7,13	12,11
Eridania Beghin Say	2001	0,16	0	0	0	0	54,49	4,52	4,89
	1997	0,03	0	0	0	7,49	50,28	5,02	6,13
France Telecom	2001	10,14	0	55,5	0	0	6,21	6,95	6,99
	1997	0	0	100	0	0	0	0	0
Havas	2001	3,09	11,9	0	0	0	0	10,84	36,51
	1997	4,92	0	0	44,34	19,04	0	5,42	3,86
L'Oréal	2001	2,73	27,39	0	26,32	0	0	8,37	8,03
	1997	1,5	27,4	0	26,31	5,86	0	7,16	5,71
Lafarge	2001	1,3	0	0	0	0	0	9,59	20,61
	1997	6,47	0	0	0	13,8	0	8,32	10,81
Lagardère	2001	0	3,27	0	0	0	0	12,61	13,62
	1997	2,02	4,72	0	2,6	6,93	6,83	7,89	12,91
Legrand	2001	0	0	0	100	0	0	0	0
	1997	3,51	42	0	0	13,19	0	8,15	5,95
LVMH	2001	5,99	38,27	0	0	9,95	0	8,38	6,88
	1997	2,03	31,5	0	0	9,92	0	7,05	6,58
Michelin	2001	0,13	2,65	0	0	4,16	0	7,63	20,87
	1997	0,2	2,65	0	0	12,35	0	5,99	18,3
Paribas	2001	-	-	-	-	-	-	-	-
	1997	9,89	0	0	1,35	24,83	7,77	8,72	8,94
Pernod Ricard	2001	2,78	17,12	0	0	15,27	0	10,73	10,45
	1997	2,5	17	0	0	18,66	0	9,1	4,26
Peugeot	2001	7,1	24,26	0	2,87	6,35	0	8,97	13,28
	1997	1,83	22,77	0	3,19	15,67	0	6,1	12,16
PPR	2001	1,46	46,69	0	0	0	0	11,31	6,82
	1997	0,3	31,9	0	0	14,98	0	8,3	5,42
Promodès	2001	-	-	-	-	-	-	-	-
	1997	3,25	37,96	0	0	4,38	5,67	4,53	3,44
Renault	2001	4,99	0	43,78	1,49	1,23	0	12,31	8,8
	1997	3,19	0	45,88	3,17	6,76	1,5	1,58	17,71
Saint-Gobain	2001	8,63	0	0	1,6	1,82	0	14,96	17,44
	1997	3,99	0	0	15,06	13,4	0	9,66	9,52
Sanofi-Synthelabo	2001	2,29	0	0	46,99	0	0	5,62	15,94
	1997	1,29	0	0	54,82	6,66	0	4,81	6,98
Schneider Electric	2001	7,08	0	0	0	6,87	0	11,55	13,16
	1997	4,69	0	0	0	24,22	0,74	12,5	8,97

Tabla 2 (continuación)

		Auto-Control	Familiar	Estatat	Sociedades no financieras francesas	Sociedades Financieras francesas	Extranjeros	Inversores institucionales franceses	Inversores institucionales extranjeros
<b>Société Générale</b>	2001	9,8	0	0	3,3	2,87	14,44	13,05	15,24
	1997	13,38	0	0	11,1	13,76	6,59	7,45	11,32
<b>Sodexo Alliance</b>	2001	2,39	39,85	0	0	4,31	0	14,43	11,08
	1997	1,59	45,2	0	3,61	10,08	0	3,91	7,78
<b>Suez</b>	2001	6,06	0	0	2,19	4,77	9,84	10,23	19,35
	1997	1,1	1,26	0	7,12	27,75	11,05	8,64	6,41
<b>TF1</b>	2001	3,09	0	0	39,65	1,4	0	8,42	9,68
	1997	2,15	0	0	39,05	11,67	0	7,06	13,03
<b>Thalès</b>	2001	0	0	32,63	21,64	0	0	7,32	5,75
	1997	0	0	58,31	0	7,7	0	4,81	3,65
<b>Total Fina Elf</b>	2001	2,94	0	0	1,91	0	3,36	9,55	28,77
	1997	2,39	0	0,9	5,58	13,28	0	8,78	15,89
<b>Usinor</b>	2001	14,38	0	0	3,57	3,71	8,56	6,61	22,43
	1997	4,1	0	0	8,98	8,03	2,49	3,96	17,2
<b>Valéo</b>	2001	0,33	0	0	25,37	14,74	0	6,39	16,56
	1997	0,06	0	0	20,11	14,47	5,06	7,84	9,87
<b>Vivendi Environnement</b>	2001	0,44	0	0	63,05	0	0	2,31	8,16
	1997	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Vivendi Universal (ex-CGE)</b>	2001	10,71	10,62	0	2,9	0,52	3,5	9,57	21,67
	1997	3	0	0	12,05	12,89	0,83	7,74	10,13

Fuente: Base de datos sobre propiedad accionarial de Sisife-Lerep, Universidad de Toulouse, LEREPS; tomado de Morin, 2002

Tabla 3: Los inversores extranjeros más activos en Francia, 1998

SOCIEDAD	PAÍS DE ORIGEN	Total de acciones en propiedad (millones de euros)	Naturaleza del inversor
Fidelity	Estados Unidos	4.700,0	Fondo de inversión
Franklin Templeton	Estados Unidos	4.087,6	Fondo de inversión
Capital Research Management	Estados Unidos	3.276,2	Fondo de inversión
TIAA-CREF	Estados Unidos	2.143,3	Fondo de pensiones
T-Rowe Price Associates	Estados Unidos	2.128,0	Fondo de inversión
Merrill Lynch	Estados Unidos	1.867,8	Banco
Deutsche Bank	Alemania	1.852,4	Banco
Putnam	Estados Unidos	1.653,4	Fondo de inversión
Janus	Estados Unidos	1.485,0	Fondo de inversión
Dresdner Bank	Alemania	1.362,5	Banco
Schroder	Reino Unido	1.301,3	Fondo de inversión
UBS	Suiza	1.163,5	Banco
CalPERS	Estados Unidos	1.148,2	Fondo de pensiones
Scudder	Estados Unidos	995,1	Fondo de inversión
Deka	Alemania	979,8	Banco
SBS	Suiza	964,5	Banco
Amvescap	Estados Unidos	949,2	Fondo de inversión
DWS	Alemania	933,9	Banco
Degel	Alemania	872,6	-
Sanford Berstein	Estados Unidos	673,6	Fondo de inversión
Commerzbank	Alemania	643,0	Banco
Harbor	Estados Unidos	643,0	Fondo de inversión
Lazard	Estados Unidos	627,7	Banco
Morgan Stanley	Estados Unidos	612,4	Banco
Vanguard	Estados Unidos	597,1	Fondo de inversión
Adig	Alemania	581,8	Banco
Allianz Kapital	Alemania	566,4	Compañía de Seguros
Batterymarch	Estados Unidos	551,1	Fondo de inversión
Dean Witter	Estados Unidos	551,1	Fondo de inversión
IDS	Estados Unidos	535,8	Fondo de inversión
Mass Mutual Life Insurance	Estados Unidos	520,5	Compañía de Seguros
Investors Research	Estados Unidos	520,5	Fondo de inversión
Grantham	Estados Unidos	489,9	Fondo de inversión

Fuente: CDA Spectrum-Thomson Financial Services, en Les Echos, 9/12/98

## Bibliografía:

- ALBERT-ROULHAC, Catherine y STEPANOV, Andrei (cords.) (2003): *Is your Board fit for global challenge? Corporate governance in Europe*, Heidrick & Struggles Inc., London.
- BATSCH, Laurent (2004) : *Finance et Stratégie*, Economica, Paris.
- BATSCH, Laurent (2002): *Le capitalisme financier*, La Découverte, Paris.
- BETBÈZE, Jean-Paul (2003): *Les dix commandements de la finance*, Odile Jacob, Paris.
- CAHIERS FRANÇAIS (2001): *Bourse et marchés financiers*, n° 301, mars-avril 2001, La documentation française, Paris.
- CHARLÉTY, Patricia (2001) : « Le gouvernement d'entreprise : évolution en France depuis le rapport Viénot de 1995 », *Revue d'Economie Financière* n° 63, Paris.
- COMMISSARIAT GÉNÉRAL DU PLAN (2004) : *Mondialisation et recomposition du capital des entreprises européennes*, Rapport du groupe présidé par Michel Dietsch, La Documentation française, Paris.
- COMMISSARIAT GÉNÉRAL DU PLAN (2002): *Rentabilité et risque dans le nouveau régime de croissance*, La Documentation française, Paris.
- DE BOISSIEU, Christian (dir.) (1997) : *Les mutations de l'économie française*, Economica, Paris.
- DELLA GASPERA, Sandrine: "Trente ans de déréglementation financière", en CAHIERS FRANÇAIS (2001): *Bourse et marchés financiers*, n° 301, mars-avril 2001, La documentation française, Paris.
- FROUD, Julie; HASLAM, Colin; JOHAL, Sumar y WILLIAMS, Karel (2000): "Restructuring for shareholder value and its implications for labor", *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 24, No. 6, November 2000, Cambridge.
- GESPACH, Francine ; JEFFERS, Esther ; MAMAR, Hakima y PLIHON, Dominique (2005) : « Marchés financiers, investisseurs institutionnels et entreprises », Séminaire CEPN-Université Paris Nord, 25 mars 2005, Saint-Denis.
- GOSPEL, Howard y PENDLETON, Andrew (2006): *Corporate Governance and Labour Management: An International Comparison*, Oxford University, Oxford.
- GOYER, Michel (2003): "US-France Analysis Series", *Brief*, Centre on the United States and France, Washington D.C.
- GOYER, Michel (2002): "The Transformation of Corporate Governance in France and Germany: The Role of Workplace Institutions", Working Paper 02/10, July 2002, Max Planck Institute for the Study of Societies, Cologne.
- HILFERDING, Rudolf (1910): *El capital financiero*, Tecnos, Madrid, 1985.
- HORAN, Steven M. (1998): "A Comparison of Indexing and Beta among Pension and Non Pension Assets", *The Journal of Financial Research*, 2, (3), pag. 255-275.
- HORVATH, Peter *et al.* (2001): "Innovative Controllershship Concepts in Corporate Practice. An International Comparison Between Germany, Great Britain, France, Italy", *Working Paper*, Stuttgart University.
- IRES (2005): *Les mutations de l'emploi en France*, La Découverte, Paris.
- JEFFERS, Esther y PLIHON, Dominique (2001) : « Investisseurs institutionnels et gouvernance des entreprises », *Revue d'Economie Financière* n° 63, Paris.
- MAZIER, Jaques (1999) : *Les grandes économies européennes*, La Découverte, Paris.
- MONTAGNE, Sabine y SAUVIAT, Catherine (2001) : «L'Impact des marchés financiers sur la gestion des ressources humaines : une enquête exploratoire auprès de grandes entreprises françaises, *Document d'Etude n°42* , DARES, Mars 2001, Paris.

- MORIN, François (2000): “A transformation in the French model of shareholding and management”, *Economy and Society*, Volume 29, Number I, February 2000.
- MORIN, François (1998) : *Le modèle français de détention et de gestion du capital*, Ed. de Bercy, Paris.
- MORIN, François y RIGAMONTI, Eric (2002): «Évolution et structure de l'actionnariat en France», *Revue Française de Gestion*, Vol. 28/141, Paris.
- MOURIAUX, René (2004) : *Le syndicalisme en France depuis 1945*, La Découverte, Paris.
- ORLÉAN, André (1999) : *Le pouvoir de la finance*, Editions Odile Jacob, Paris.
- PLIHON, Dominique (2004) : *Le nouveau capitalisme*, La Découverte,
- PLIHON, Dominique (2003) : *Les mutations du capitalisme en France : Le rôle de la finance*, Institut Français Relations Internationales, Paris.
- PLIHON, Dominique y PONSSARD, Jean-Pierre (2002): *Montée en puissance des fonds d'investissement. Quels enjeux pour les entreprises?*, La Documentation française, Paris.

# FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS

---

## DOCUMENTOS DE TRABAJO

### Últimos números publicados

- 159/2000 Participación privada en la construcción y explotación de carreteras de peaje  
Ginés de Rus, Manuel Romero y Lourdes Trujillo
- 160/2000 Errores y posibles soluciones en la aplicación del *Value at Risk*  
Mariano González Sánchez
- 161/2000 Tax neutrality on saving assets. The spanish case before and after the tax reform  
Cristina Ruza y de Paz-Curbera
- 162/2000 Private rates of return to human capital in Spain: new evidence  
F. Barceinas, J. Oliver-Alonso, J.L. Raymond y J.L. Roig-Sabaté
- 163/2000 El control interno del riesgo. Una propuesta de sistema de límites  
riesgo neutral  
Mariano González Sánchez
- 164/2001 La evolución de las políticas de gasto de las Administraciones Públicas en los años 90  
Alfonso Utrilla de la Hoz y Carmen Pérez Esparrells
- 165/2001 Bank cost efficiency and output specification  
Emili Tortosa-Ausina
- 166/2001 Recent trends in Spanish income distribution: A robust picture of falling income inequality  
Josep Oliver-Alonso, Xavier Ramos y José Luis Raymond-Bara
- 167/2001 Efectos redistributivos y sobre el bienestar social del tratamiento de las cargas familiares en  
el nuevo IRPF  
Nuria Badenes Plá, Julio López Laborda, Jorge Onrubia Fernández
- 168/2001 The Effects of Bank Debt on Financial Structure of Small and Medium Firms in some Euro-  
pean Countries  
Mónica Melle-Hernández
- 169/2001 La política de cohesión de la UE ampliada: la perspectiva de España  
Ismael Sanz Labrador
- 170/2002 Riesgo de liquidez de Mercado  
Mariano González Sánchez
- 171/2002 Los costes de administración para el afiliado en los sistemas de pensiones basados en cuentas  
de capitalización individual: medida y comparación internacional.  
José Enrique Devesa Carpio, Rosa Rodríguez Barrera, Carlos Vidal Meliá
- 172/2002 La encuesta continua de presupuestos familiares (1985-1996): descripción, representatividad  
y propuestas de metodología para la explotación de la información de los ingresos y el gasto.  
Llorenç Pou, Joaquín Alegre
- 173/2002 Modelos paramétricos y no paramétricos en problemas de concesión de tarjetas de credito.  
Rosa Puertas, María Bonilla, Ignacio Olmeda

- 174/2002 Mercado único, comercio intra-industrial y costes de ajuste en las manufacturas españolas.  
José Vicente Blanes Cristóbal
- 175/2003 La Administración tributaria en España. Un análisis de la gestión a través de los ingresos y de los gastos.  
Juan de Dios Jiménez Aguilera, Pedro Enrique Barrilao González
- 176/2003 The Falling Share of Cash Payments in Spain.  
Santiago Carbó Valverde, Rafael López del Paso, David B. Humphrey  
Publicado en "Moneda y Crédito" nº 217, pags. 167-189.
- 177/2003 Effects of ATMs and Electronic Payments on Banking Costs: The Spanish Case.  
Santiago Carbó Valverde, Rafael López del Paso, David B. Humphrey
- 178/2003 Factors explaining the interest margin in the banking sectors of the European Union.  
Joaquín Maudos y Juan Fernández Guevara
- 179/2003 Los planes de stock options para directivos y consejeros y su valoración por el mercado de valores en España.  
Mónica Melle Hernández
- 180/2003 Ownership and Performance in Europe and US Banking – A comparison of Commercial, Co-operative & Savings Banks.  
Yener Altunbas, Santiago Carbó y Phil Molyneux
- 181/2003 The Euro effect on the integration of the European stock markets.  
Mónica Melle Hernández
- 182/2004 In search of complementarity in the innovation strategy: international R&D and external knowledge acquisition.  
Bruno Cassiman, Reinhilde Veugelers
- 183/2004 Fijación de precios en el sector público: una aplicación para el servicio municipal de suministro de agua.  
M<sup>a</sup> Ángeles García Valiñas
- 184/2004 Estimación de la economía sumergida en España: un modelo estructural de variables latentes.  
Ángel Alañón Pardo, Miguel Gómez de Antonio
- 185/2004 Causas políticas y consecuencias sociales de la corrupción.  
Joan Oriol Prats Cabrera
- 186/2004 Loan bankers' decisions and sensitivity to the audit report using the belief revision model.  
Andrés Guiral Contreras and José A. Gonzalo Angulo
- 187/2004 El modelo de Black, Derman y Toy en la práctica. Aplicación al mercado español.  
Marta Tolentino García-Abadillo y Antonio Díaz Pérez
- 188/2004 Does market competition make banks perform well?.  
Mónica Melle
- 189/2004 Efficiency differences among banks: external, technical, internal, and managerial  
Santiago Carbó Valverde, David B. Humphrey y Rafael López del Paso

- 190/2004 Una aproximación al análisis de los costes de la esquizofrenia en España: los modelos jerárquicos bayesianos  
F. J. Vázquez-Polo, M. A. Negrín, J. M. Cavasés, E. Sánchez y grupo RIRAG
- 191/2004 Environmental proactivity and business performance: an empirical analysis  
Javier González-Benito y Óscar González-Benito
- 192/2004 Economic risk to beneficiaries in notional defined contribution accounts (NDCs)  
Carlos Vidal-Meliá, Inmaculada Domínguez-Fabian y José Enrique Devesa-Carpio
- 193/2004 Sources of efficiency gains in port reform: non parametric malmquist decomposition tfp index for Mexico  
Antonio Estache, Beatriz Tovar de la Fé y Lourdes Trujillo
- 194/2004 Persistencia de resultados en los fondos de inversión españoles  
Alfredo Ciriaco Fernández y Rafael Santamaría Aquilué
- 195/2005 El modelo de revisión de creencias como aproximación psicológica a la formación del juicio del auditor sobre la gestión continuada  
Andrés Guiral Contreras y Francisco Esteso Sánchez
- 196/2005 La nueva financiación sanitaria en España: descentralización y prospectiva  
David Cantarero Prieto
- 197/2005 A cointegration analysis of the Long-Run supply response of Spanish agriculture to the common agricultural policy  
José A. Mendez, Ricardo Mora y Carlos San Juan
- 198/2005 ¿Refleja la estructura temporal de los tipos de interés del mercado español preferencia por la liquidez?  
Magdalena Massot Perelló y Juan M. Nave
- 199/2005 Análisis de impacto de los Fondos Estructurales Europeos recibidos por una economía regional: Un enfoque a través de Matrices de Contabilidad Social  
M. Carmen Lima y M. Alejandro Cardenete
- 200/2005 Does the development of non-cash payments affect monetary policy transmission?  
Santiago Carbó Valverde y Rafael López del Paso
- 201/2005 Firm and time varying technical and allocative efficiency: an application for port cargo handling firms  
Ana Rodríguez-Álvarez, Beatriz Tovar de la Fe y Lourdes Trujillo
- 202/2005 Contractual complexity in strategic alliances  
Jeffrey J. Reuer y Africa Ariño
- 203/2005 Factores determinantes de la evolución del empleo en las empresas adquiridas por opa  
Nuria Alcalde Fradejas y Inés Pérez-Soba Aguilar
- 204/2005 Nonlinear Forecasting in Economics: a comparison between Comprehension Approach versus Learning Approach. An Application to Spanish Time Series  
Elena Olmedo, Juan M. Valderas, Ricardo Gimeno and Lorenzo Escot

- 205/2005 Precio de la tierra con presión urbana: un modelo para España  
Esther Decimavilla, Carlos San Juan y Stefan Sperlich
- 206/2005 Interregional migration in Spain: a semiparametric analysis  
Adolfo Maza y José Villaverde
- 207/2005 Productivity growth in European banking  
Carmen Murillo-Melchor, José Manuel Pastor y Emili Tortosa-Ausina
- 208/2005 Explaining Bank Cost Efficiency in Europe: Environmental and Productivity Influences.  
Santiago Carbó Valverde, David B. Humphrey y Rafael López del Paso
- 209/2005 La elasticidad de sustitución intertemporal con preferencias no separables intratemporalmente: los casos de Alemania, España y Francia.  
Elena Márquez de la Cruz, Ana R. Martínez Cañete y Inés Pérez-Soba Aguilar
- 210/2005 Contribución de los efectos tamaño, book-to-market y momentum a la valoración de activos: el caso español.  
Begoña Font-Belaire y Alfredo Juan Grau-Grau
- 211/2005 Permanent income, convergence and inequality among countries  
José M. Pastor and Lorenzo Serrano
- 212/2005 The Latin Model of Welfare: Do 'Insertion Contracts' Reduce Long-Term Dependence?  
Luis Ayala and Magdalena Rodríguez
- 213/2005 The effect of geographic expansion on the productivity of Spanish savings banks  
Manuel Illueca, José M. Pastor and Emili Tortosa-Ausina
- 214/2005 Dynamic network interconnection under consumer switching costs  
Ángel Luis López Rodríguez
- 215/2005 La influencia del entorno socioeconómico en la realización de estudios universitarios: una aproximación al caso español en la década de los noventa  
Marta Rahona López
- 216/2005 The valuation of spanish ipos: efficiency analysis  
Susana Álvarez Otero
- 217/2005 On the generation of a regular multi-input multi-output technology using parametric output distance functions  
Sergio Perelman and Daniel Santin
- 218/2005 La gobernanza de los procesos parlamentarios: la organización industrial del congreso de los diputados en España  
Gonzalo Caballero Miguez
- 219/2005 Determinants of bank market structure: Efficiency and political economy variables  
Francisco González
- 220/2005 Agresividad de las órdenes introducidas en el mercado español: estrategias, determinantes y medidas de performance  
David Abad Díaz

- 221/2005 Tendencia post-anuncio de resultados contables: evidencia para el mercado español  
Carlos Forner Rodríguez, Joaquín Marhuenda Fructuoso y Sonia Sanabria García
- 222/2005 Human capital accumulation and geography: empirical evidence in the European Union  
Jesús López-Rodríguez, J. Andrés Faña y Jose Lopez Rodríguez
- 223/2005 Auditors' Forecasting in Going Concern Decisions: Framing, Confidence and Information Processing  
Waymond Rodgers and Andrés Guiral
- 224/2005 The effect of Structural Fund spending on the Galician region: an assessment of the 1994-1999 and 2000-2006 Galician CSFs  
José Ramón Cancelo de la Torre, J. Andrés Faña and Jesús López-Rodríguez
- 225/2005 The effects of ownership structure and board composition on the audit committee activity: Spanish evidence  
Carlos Fernández Méndez and Rubén Arrondo García
- 226/2005 Cross-country determinants of bank income smoothing by managing loan loss provisions  
Ana Rosa Fonseca and Francisco González
- 227/2005 Incumplimiento fiscal en el irpf (1993-2000): un análisis de sus factores determinantes  
Alejandro Estellér Moré
- 228/2005 Region versus Industry effects: volatility transmission  
Pilar Soriano Felipe and Francisco J. Climent Diranzo
- 229/2005 Concurrent Engineering: The Moderating Effect Of Uncertainty On New Product Development Success  
Daniel Vázquez-Bustelo and Sandra Valle
- 230/2005 On zero lower bound traps: a framework for the analysis of monetary policy in the 'age' of central banks  
Alfonso Palacio-Vera
- 231/2005 Reconciling Sustainability and Discounting in Cost Benefit Analysis: a methodological proposal  
M. Carmen Almansa Sáez and Javier Calatrava Requena
- 232/2005 Can The Excess Of Liquidity Affect The Effectiveness Of The European Monetary Policy?  
Santiago Carbó Valverde and Rafael López del Paso
- 233/2005 Inheritance Taxes In The Eu Fiscal Systems: The Present Situation And Future Perspectives.  
Miguel Angel Barberán Lahuerta
- 234/2006 Bank Ownership And Informativeness Of Earnings.  
V́ctor M. González
- 235/2006 Developing A Predictive Method: A Comparative Study Of The Partial Least Squares Vs Maximum Likelihood Techniques.  
Waymond Rodgers, Paul Pavlou and Andres Guiral.
- 236/2006 Using Compromise Programming for Macroeconomic Policy Making in a General Equilibrium Framework: Theory and Application to the Spanish Economy.  
Francisco J. André, M. Alejandro Cardenete y Carlos Romero.

- 237/2006 Bank Market Power And Sme Financing Constraints.  
Santiago Carbó-Valverde, Francisco Rodríguez-Fernández y Gregory F. Udell.
- 238/2006 Trade Effects Of Monetary Agreements: Evidence For Oecd Countries.  
Salvador Gil-Pareja, Rafael Llorca-Vivero y José Antonio Martínez-Serrano.
- 239/2006 The Quality Of Institutions: A Genetic Programming Approach.  
Marcos Álvarez-Díaz y Gonzalo Caballero Miguez.
- 240/2006 La interacción entre el éxito competitivo y las condiciones del mercado doméstico como determinantes de la decisión de exportación en las Pymes.  
Francisco García Pérez.
- 241/2006 Una estimación de la depreciación del capital humano por sectores, por ocupación y en el tiempo.  
Inés P. Murillo.
- 242/2006 Consumption And Leisure Externalities, Economic Growth And Equilibrium Efficiency.  
Manuel A. Gómez.
- 243/2006 Measuring efficiency in education: an analysis of different approaches for incorporating non-discretionary inputs.  
Jose Manuel Cordero-Ferrera, Francisco Pedraja-Chaparro y Javier Salinas-Jiménez
- 244/2006 Did The European Exchange-Rate Mechanism Contribute To The Integration Of Peripheral Countries?.  
Salvador Gil-Pareja, Rafael Llorca-Vivero y José Antonio Martínez-Serrano
- 245/2006 Intergenerational Health Mobility: An Empirical Approach Based On The Echp.  
Marta Pascual and David Cantarero
- 246/2006 Measurement and analysis of the Spanish Stock Exchange using the Lyapunov exponent with digital technology.  
Salvador Rojí Ferrari and Ana Gonzalez Marcos
- 247/2006 Testing For Structural Breaks In Variance With additive Outliers And Measurement Errors.  
Paulo M.M. Rodrigues and Antonio Rubia
- 248/2006 The Cost Of Market Power In Banking: Social Welfare Loss Vs. Cost Inefficiency.  
Joaquín Maudos and Juan Fernández de Guevara
- 249/2006 Elasticidades de largo plazo de la demanda de vivienda: evidencia para España (1885-2000).  
Desiderio Romero Jordán, José Félix Sanz Sanz y César Pérez López
- 250/2006 Regional Income Disparities in Europe: What role for location?.  
Jesús López-Rodríguez and J. Andrés Faña
- 251/2006 Funciones abreviadas de bienestar social: Una forma sencilla de simultanear la medición de la eficiencia y la equidad de las políticas de gasto público.  
Nuria Badenes Plá y Daniel Santín González
- 252/2006 "The momentum effect in the Spanish stock market: Omitted risk factors or investor behaviour?".  
Luis Muga and Rafael Santamaría
- 253/2006 Dinámica de precios en el mercado español de gasolina: un equilibrio de colusión tácita.  
Jordi Perdiguero García

- 254/2006 Desigualdad regional en España: renta permanente versus renta corriente.  
José M. Pastor, Empar Pons y Lorenzo Serrano
- 255/2006 Environmental implications of organic food preferences: an application of the impure public goods model.  
Ana Maria Aldanondo-Ochoa y Carmen Almansa-Sáez
- 256/2006 Family tax credits versus family allowances when labour supply matters: Evidence for Spain.  
José Felix Sanz-Sanz, Desiderio Romero-Jordán y Santiago Álvarez-García
- 257/2006 La internacionalización de la empresa manufacturera española: efectos del capital humano genérico y específico.  
José López Rodríguez
- 258/2006 Evaluación de las migraciones interregionales en España, 1996-2004.  
María Martínez Torres
- 259/2006 Efficiency and market power in Spanish banking.  
Rolf Färe, Shawna Grosskopf y Emili Tortosa-Ausina.
- 260/2006 Asimetrías en volatilidad, beta y contagios entre las empresas grandes y pequeñas cotizadas en la bolsa española.  
Helena Chuliá y Hipòlit Torró.
- 261/2006 Birth Replacement Ratios: New Measures of Period Population Replacement.  
José Antonio Ortega.
- 262/2006 Accidentes de tráfico, víctimas mortales y consumo de alcohol.  
José M<sup>a</sup> Arranz y Ana I. Gil.
- 263/2006 Análisis de la Presencia de la Mujer en los Consejos de Administración de las Mil Mayores Empresas Españolas.  
Ruth Mateos de Cabo, Lorenzo Escot Mangas y Ricardo Gimeno Nogués.
- 264/2006 Crisis y Reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Las Limitaciones de la Política Económica en Europa.  
Ignacio Álvarez Peralta.
- 265/2006 Have Child Tax Allowances Affected Family Size? A Microdata Study For Spain (1996-2000).  
Jaime Vallés-Giménez y Anabel Zárate-Marco.
- 266/2006 Health Human Capital And The Shift From Foraging To Farming.  
Paolo Rungo.
- 267/2006 Financiación Autonómica y Política de la Competencia: El Mercado de Gasolina en Canarias.  
Juan Luis Jiménez y Jordi Perdiguero.
- 268/2006 El cumplimiento del Protocolo de Kyoto para los hogares españoles: el papel de la imposición sobre la energía.  
Desiderio Romero-Jordán y José Félix Sanz-Sanz.
- 269/2006 Banking competition, financial dependence and economic growth  
Joaquín Maudos y Juan Fernández de Guevara
- 270/2006 Efficiency, subsidies and environmental adaptation of animal farming under CAP  
Werner Kleinhanß, Carmen Murillo, Carlos San Juan y Stefan Sperlich

- 271/2006 Interest Groups, Incentives to Cooperation and Decision-Making Process in the European Union  
A. Garcia-Lorenzo y Jesús López-Rodríguez
- 272/2006 Riesgo asimétrico y estrategias de momentum en el mercado de valores español  
Luis Muga y Rafael Santamaría
- 273/2006 Valoración de capital-riesgo en proyectos de base tecnológica e innovadora a través de la teoría de opciones reales  
Gracia Rubio Martín
- 274/2006 Capital stock and unemployment: searching for the missing link  
Ana Rosa Martínez-Cañete, Elena Márquez de la Cruz, Alfonso Palacio-Vera and Inés Pérez-Soba Aguilar
- 275/2006 Study of the influence of the voters' political culture on vote decision through the simulation of a political competition problem in Spain  
Sagrario Lantarón, Isabel Lillo, M<sup>a</sup> Dolores López and Javier Rodrigo
- 276/2006 Investment and growth in Europe during the Golden Age  
Antonio Cubel and M<sup>a</sup> Teresa Sanchis
- 277/2006 Efectos de vincular la pensión pública a la inversión en cantidad y calidad de hijos en un modelo de equilibrio general  
Robert Meneu Gaya
- 278/2006 El consumo y la valoración de activos  
Elena Márquez y Belén Nieto
- 279/2006 Economic growth and currency crisis: A real exchange rate entropic approach  
David Matesanz Gómez y Guillermo J. Ortega
- 280/2006 Three measures of returns to education: An illustration for the case of Spain  
María Arrazola y José de Hevia
- 281/2006 Composition of Firms versus Composition of Jobs  
Antoni Cunyat
- 282/2006 La vocación internacional de un holding tranviario belga: la Compagnie Mutuelle de Tramsways, 1895-1918  
Alberte Martínez López
- 283/2006 Una visión panorámica de las entidades de crédito en España en la última década.  
Constantino García Ramos
- 284/2006 Foreign Capital and Business Strategies: a comparative analysis of urban transport in Madrid and Barcelona, 1871-1925  
Alberte Martínez López
- 285/2006 Los intereses belgas en la red ferroviaria catalana, 1890-1936  
Alberte Martínez López
- 286/2006 The Governance of Quality: The Case of the Agrifood Brand Names  
Marta Fernández Barcala, Manuel González-Díaz y Emmanuel Raynaud
- 287/2006 Modelling the role of health status in the transition out of malthusian equilibrium  
Paolo Rungo, Luis Currais and Berta Rivera
- 288/2006 Industrial Effects of Climate Change Policies through the EU Emissions Trading Scheme  
Xavier Labandeira and Miguel Rodríguez

- 289/2006 Globalisation and the Composition of Government Spending: An analysis for OECD countries  
Norman Gemmell, Richard Kneller and Ismael Sanz
- 290/2006 La producción de energía eléctrica en España: Análisis económico de la actividad tras la liberalización del Sector Eléctrico  
Fernando Hernández Martínez
- 291/2006 Further considerations on the link between adjustment costs and the productivity of R&D investment: evidence for Spain  
Desiderio Romero-Jordán, José Félix Sanz-Sanz and Inmaculada Álvarez-Ayuso
- 292/2006 Una teoría sobre la contribución de la función de compras al rendimiento empresarial  
Javier González Benito
- 293/2006 Agility drivers, enablers and outcomes: empirical test of an integrated agile manufacturing model  
Daniel Vázquez-Bustelo, Lucía Avella and Esteban Fernández
- 294/2006 Testing the parametric vs the semiparametric generalized mixed effects models  
María José Lombardía and Stefan Sperlich
- 295/2006 Nonlinear dynamics in energy futures  
Mariano Matilla-García
- 296/2006 Estimating Spatial Models By Generalized Maximum Entropy Or How To Get Rid Of W  
Esteban Fernández Vázquez, Matías Mayor Fernández and Jorge Rodríguez-Valez
- 297/2006 Optimización fiscal en las transmisiones lucrativas: análisis metodológico  
Félix Domínguez Barrero
- 298/2006 La situación actual de la banca online en España  
Francisco José Climent Diranzo y Alexandre Momparler Pechuán
- 299/2006 Estrategia competitiva y rendimiento del negocio: el papel mediador de la estrategia y las capacidades productivas  
Javier González Benito y Isabel Suárez González
- 300/2006 A Parametric Model to Estimate Risk in a Fixed Income Portfolio  
Pilar Abad and Sonia Benito
- 301/2007 Análisis Empírico de las Preferencias Sociales Respecto del Gasto en Obra Social de las Cajas de Ahorros  
Alejandro Esteller-Moré, Jonathan Jorba Jiménez y Albert Solé-Ollé
- 302/2007 Assessing the enlargement and deepening of regional trading blocs: The European Union case  
Salvador Gil-Pareja, Rafael Llorca-Vivero y José Antonio Martínez-Serrano
- 303/2007 ¿Es la Franquicia un Medio de Financiación?: Evidencia para el Caso Español  
Vanessa Solís Rodríguez y Manuel González Díaz
- 304/2007 On the Finite-Sample Biases in Nonparametric Testing for Variance Constancy  
Paulo M.M. Rodrigues and Antonio Rubia
- 305/2007 Spain is Different: Relative Wages 1989-98  
José Antonio Carrasco Gallego

- 306/2007 Poverty reduction and SAM multipliers: An evaluation of public policies in a regional framework  
Francisco Javier De Miguel-Vélez y Jesús Pérez-Mayo
- 307/2007 La Eficiencia en la Gestión del Riesgo de Crédito en las Cajas de Ahorro  
Marcelino Martínez Cabrera
- 308/2007 Optimal environmental policy in transport: unintended effects on consumers' generalized price  
M. Pilar Socorro and Ofelia Betancor
- 309/2007 Agricultural Productivity in the European Regions: Trends and Explanatory Factors  
Roberto Ezcurra, Belen Iraizoz, Pedro Pascual and Manuel Rapún
- 310/2007 Long-run Regional Population Divergence and Modern Economic Growth in Europe: a Case Study of Spain  
María Isabel Ayuda, Fernando Collantes and Vicente Pinilla
- 311/2007 Financial Information effects on the measurement of Commercial Banks' Efficiency  
Borja Amor, María T. Tascón and José L. Fanjul
- 312/2007 Neutralidad e incentivos de las inversiones financieras en el nuevo IRPF  
Félix Domínguez Barrero
- 313/2007 The Effects of Corporate Social Responsibility Perceptions on The Valuation of Common Stock  
Waymond Rodgers , Helen Choy and Andres Guiral-Contreras
- 314/2007 Country Creditor Rights, Information Sharing and Commercial Banks' Profitability Persistence across the world  
Borja Amor, María T. Tascón and José L. Fanjul
- 315/2007 ¿Es Relevante el Déficit Corriente en una Unión Monetaria? El Caso Español  
Javier Blanco González y Ignacio del Rosal Fernández
- 316/2007 The Impact of Credit Rating Announcements on Spanish Corporate Fixed Income Performance: Returns, Yields and Liquidity  
Pilar Abad, Antonio Díaz and M. Dolores Robles
- 317/2007 Indicadores de Lealtad al Establecimiento y Formato Comercial Basados en la Distribución del Presupuesto  
Cesar Augusto Bustos Reyes y Óscar González Benito
- 318/2007 Migrants and Market Potential in Spain over The XXth Century: A Test Of The New Economic Geography  
Daniel A. Tirado, Jordi Pons, Elisenda Paluzie and Javier Silvestre
- 319/2007 El Impacto del Coste de Oportunidad de la Actividad Emprendedora en la Intención de los Ciudadanos Europeos de Crear Empresas  
Luis Miguel Zapico Aldeano
- 320/2007 Los belgas y los ferrocarriles de vía estrecha en España, 1887-1936  
Alberte Martínez López
- 321/2007 Competición política bipartidista. Estudio geométrico del equilibrio en un caso ponderado  
Isabel Lillo, M<sup>a</sup> Dolores López y Javier Rodrigo
- 322/2007 Human resource management and environment management systems: an empirical study  
M<sup>a</sup> Concepción López Fernández, Ana M<sup>a</sup> Serrano Bedía and Gema García Piqueres

- 323/2007 Wood and industrialization. evidence and hypotheses from the case of Spain, 1860-1935.  
Iñaki Iriarte-Goñi and María Isabel Ayuda Bosque
- 324/2007 New evidence on long-run monetary neutrality.  
J. Cunado, L.A. Gil-Alana and F. Perez de Gracia
- 325/2007 Monetary policy and structural changes in the volatility of us interest rates.  
Juncal Cuñado, Javier Gomez Biscarri and Fernando Perez de Gracia
- 326/2007 The productivity effects of intrafirm diffusion.  
Lucio Fuentelsaz, Jaime Gómez and Sergio Palomas
- 327/2007 Unemployment duration, layoffs and competing risks.  
J.M. Arranz, C. García-Serrano and L. Toharia
- 328/2007 El grado de cobertura del gasto público en España respecto a la UE-15  
Nuria Rueda, Begoña Barruso, Carmen Calderón y M<sup>a</sup> del Mar Herrador
- 329/2007 The Impact of Direct Subsidies in Spain before and after the CAP'92 Reform  
Carmen Murillo, Carlos San Juan and Stefan Sperlich
- 330/2007 Determinants of post-privatisation performance of Spanish divested firms  
Laura Cabeza García and Silvia Gómez Ansón
- 331/2007 ¿Por qué deciden diversificar las empresas españolas? Razones oportunistas versus razones económicas  
Almudena Martínez Campillo
- 332/2007 Dynamical Hierarchical Tree in Currency Markets  
Juan Gabriel Brida, David Matesanz Gómez and Wiston Adrián Risso
- 333/2007 Los determinantes sociodemográficos del gasto sanitario. Análisis con microdatos individuales  
Ana María Angulo, Ramón Barberán, Pilar Egea y Jesús Mur
- 334/2007 Why do companies go private? The Spanish case  
Inés Pérez-Soba Aguilar
- 335/2007 The use of gis to study transport for disabled people  
Verónica Cañal Fernández
- 336/2007 The long run consequences of M&A: An empirical application  
Cristina Bernad, Lucio Fuentelsaz and Jaime Gómez
- 337/2007 Las clasificaciones de materias en economía: principios para el desarrollo de una nueva clasificación  
Valentín Edo Hernández
- 338/2007 Reforming Taxes and Improving Health: A Revenue-Neutral Tax Reform to Eliminate Medical and Pharmaceutical VAT  
Santiago Álvarez-García, Carlos Pestana Barros y Juan Prieto-Rodríguez
- 339/2007 Impacts of an iron and steel plant on residential property values  
Celia Bilbao-Terol
- 340/2007 Firm size and capital structure: Evidence using dynamic panel data  
V́ctor M. González and Francisco González

- 341/2007 ¿Cómo organizar una cadena hotelera? La elección de la forma de gobierno  
Marta Fernández Barcala y Manuel González Díaz
- 342/2007 Análisis de los efectos de la decisión de diversificar: un contraste del marco teórico “Agencia-Stewardship”  
Almudena Martínez Campillo y Roberto Fernández Gago
- 343/2007 Selecting portfolios given multiple eurostoxx-based uncertainty scenarios: a stochastic goal programming approach from fuzzy betas  
Enrique Ballester, Blanca Pérez-Gladish, Mar Arenas-Parra and Amelia Bilbao-Terol
- 344/2007 “El bienestar de los inmigrantes y los factores implicados en la decisión de emigrar”  
Anastasia Hernández Alemán y Carmelo J. León
- 345/2007 Governance Decisions in the R&D Process: An Integrative Framework Based on TCT and Knowledge View of The Firm.  
Andrea Martínez-Noya and Esteban García-Canal
- 346/2007 Diferencias salariales entre empresas públicas y privadas. El caso español  
Begoña Cueto y Nuria Sánchez- Sánchez
- 347/2007 Effects of Fiscal Treatments of Second Home Ownership on Renting Supply  
Celia Bilbao Terol and Juan Prieto Rodríguez
- 348/2007 Auditors’ ethical dilemmas in the going concern evaluation  
Andres Guiral, Waymond Rodgers, Emiliano Ruiz and Jose A. Gonzalo
- 349/2007 Convergencia en capital humano en España. Un análisis regional para el periodo 1970-2004  
Susana Morales Sequera y Carmen Pérez Esparrells
- 350/2007 Socially responsible investment: mutual funds portfolio selection using fuzzy multiobjective programming  
Blanca M<sup>a</sup> Pérez-Gladish, Mar Arenas-Parra , Amelia Bilbao-Terol and M<sup>a</sup> Victoria Rodríguez-Uría
- 351/2007 Persistencia del resultado contable y sus componentes: implicaciones de la medida de ajustes por devengo  
Raúl Iñiguez Sánchez y Francisco Poveda Fuentes
- 352/2007 Wage Inequality and Globalisation: What can we Learn from the Past? A General Equilibrium Approach  
Concha Betrán, Javier Ferri and Maria A. Pons
- 353/2007 Eficacia de los incentivos fiscales a la inversión en I+D en España en los años noventa  
Desiderio Romero Jordán y José Félix Sanz Sanz
- 354/2007 Convergencia regional en renta y bienestar en España  
Robert Meneu Gaya
- 355/2007 Tributación ambiental: Estado de la Cuestión y Experiencia en España  
Ana Carrera Poncela
- 356/2007 Salient features of dependence in daily us stock market indices  
Luis A. Gil-Alana, Juncal Cuñado and Fernando Pérez de Gracia
- 357/2007 La educación superior: ¿un gasto o una inversión rentable para el sector público?  
Inés P. Murillo y Francisco Pedraja

- 358/2007 Effects of a reduction of working hours on a model with job creation and job destruction  
Emilio Domínguez, Miren Ullibarri y Idoya Zabaleta
- 359/2007 Stock split size, signaling and earnings management: Evidence from the Spanish market  
José Yagüe, J. Carlos Gómez-Sala and Francisco Poveda-Fuentes
- 360/2007 Modelización de las expectativas y estrategias de inversión en mercados de derivados  
Begoña Font-Belaire
- 361/2008 Trade in capital goods during the golden age, 1953-1973  
M<sup>a</sup> Teresa Sanchis and Antonio Cubel
- 362/2008 El capital económico por riesgo operacional: una aplicación del modelo de distribución de pérdidas  
Enrique José Jiménez Rodríguez y José Manuel Fera Domínguez
- 363/2008 The drivers of effectiveness in competition policy  
Joan-Ramon Borrell and Juan-Luis Jiménez
- 364/2008 Corporate governance structure and board of directors remuneration policies: evidence from Spain  
Carlos Fernández Méndez, Rubén Arrondo García and Enrique Fernández Rodríguez
- 365/2008 Beyond the disciplinary role of governance: how boards and donors add value to Spanish foundations  
Pablo De Andrés Alonso, Valentín Azofra Palenzuela y M. Elena Romero Merino
- 366/2008 Complejidad y perfeccionamiento contractual para la contención del oportunismo en los acuerdos de franquicia  
Vanessa Solís Rodríguez y Manuel González Díaz
- 367/2008 Inestabilidad y convergencia entre las regiones europeas  
Jesús Mur, Fernando López y Ana Angulo
- 368/2008 Análisis espacial del cierre de explotaciones agrarias  
Ana Aldanondo Ochoa, Carmen Almansa Sáez y Valero Casanovas Oliva
- 369/2008 Cross-Country Efficiency Comparison between Italian and Spanish Public Universities in the period 2000-2005  
Tommaso Agasisti and Carmen Pérez Esparrells
- 370/2008 El desarrollo de la sociedad de la información en España: un análisis por comunidades autónomas  
María Concepción García Jiménez y José Luis Gómez Barroso
- 371/2008 El medioambiente y los objetivos de fabricación: un análisis de los modelos estratégicos para su consecución  
Lucía Avella Camarero, Esteban Fernández Sánchez y Daniel Vázquez-Bustelo
- 372/2008 Influence of bank concentration and institutions on capital structure: New international evidence  
Víctor M. González and Francisco González
- 373/2008 Generalización del concepto de equilibrio en juegos de competición política  
M<sup>a</sup> Dolores López González y Javier Rodrigo Hitos
- 374/2008 Smooth Transition from Fixed Effects to Mixed Effects Models in Multi-level regression Models  
María José Lombardía and Stefan Sperlich

- 375/2008 A Revenue-Neutral Tax Reform to Increase Demand for Public Transport Services  
Carlos Pestana Barros and Juan Prieto-Rodríguez
- 376/2008 Measurement of intra-distribution dynamics: An application of different approaches to the European regions  
Adolfo Maza, María Hierro and José Villaverde
- 377/2008 Migración interna de extranjeros y ¿nueva fase en la convergencia?  
María Hierro y Adolfo Maza
- 378/2008 Efectos de la Reforma del Sector Eléctrico: Modelización Teórica y Experiencia Internacional  
Ciro Eduardo Bazán Navarro
- 379/2008 A Non-Parametric Independence Test Using Permutation Entropy  
Mariano Matilla-García and Manuel Ruiz Marín
- 380/2008 Testing for the General Fractional Unit Root Hypothesis in the Time Domain  
Uwe Hassler, Paulo M.M. Rodrigues and Antonio Rubia
- 381/2008 Multivariate gram-charlier densities  
Esther B. Del Brio, Trino-Manuel Níguez and Javier Perote
- 382/2008 Analyzing Semiparametrically the Trends in the Gender Pay Gap - The Example of Spain  
Ignacio Moral-Arce, Stefan Sperlich, Ana I. Fernández-Saínz and Maria J. Roca
- 383/2008 A Cost-Benefit Analysis of a Two-Sided Card Market  
Santiago Carbó Valverde, David B. Humphrey, José Manuel Liñares Zegarra and Francisco Rodríguez Fernández
- 384/2008 A Fuzzy Bicriteria Approach for Journal Deselection in a Hospital Library  
M. L. López-Avello, M. V. Rodríguez-Uría, B. Pérez-Gladish, A. Bilbao-Terol, M. Arenas-Parra
- 385/2008 Valoración de las grandes corporaciones farmacéuticas, a través del análisis de sus principales intangibles, con el método de opciones reales  
Gracia Rubio Martín y Prosper Lamothe Fernández
- 386/2008 El marketing interno como impulsor de las habilidades comerciales de las pyme españolas: efectos en los resultados empresariales  
M<sup>a</sup> Leticia Santos Vijande, M<sup>a</sup> José Sanzo Pérez, Nuria García Rodríguez y Juan A. Trespalacios Gutiérrez
- 387/2008 Understanding Warrants Pricing: A case study of the financial market in Spain  
David Abad y Belén Nieto
- 388/2008 Aglomeración espacial, Potencial de Mercado y Geografía Económica: Una revisión de la literatura  
Jesús López-Rodríguez y J. Andrés Faña
- 389/2008 An empirical assessment of the impact of switching costs and first mover advantages on firm performance  
Jaime Gómez, Juan Pablo Maícas
- 390/2008 Tender offers in Spain: testing the wave  
Ana R. Martínez-Cañete y Inés Pérez-Soba Aguilar

- 391/2008 La integración del mercado español a finales del siglo XIX: los precios del trigo entre 1891 y 1905  
Mariano Matilla García, Pedro Pérez Pascual y Basilio Sanz Carnero
- 392/2008 Cuando el tamaño importa: estudio sobre la influencia de los sujetos políticos en la balanza de bienes y servicios  
Alfonso Echazarra de Gregorio
- 393/2008 Una visión cooperativa de las medidas ante el posible daño ambiental de la desalación  
Borja Montaña Sanz
- 394/2008 Efectos externos del endeudamiento sobre la calificación crediticia de las Comunidades Autónomas  
Andrés Leal Marcos y Julio López Laborda
- 395/2008 Technical efficiency and productivity changes in Spanish airports: A parametric distance functions approach  
Beatriz Tovar & Roberto Rendeiro Martín-Cejas
- 396/2008 Network analysis of exchange data: Interdependence drives crisis contagion  
David Matesanz Gómez & Guillermo J. Ortega
- 397/2008 Explaining the performance of Spanish privatised firms: a panel data approach  
Laura Cabeza Garcia and Silvia Gomez Anson
- 398/2008 Technological capabilities and the decision to outsource R&D services  
Andrea Martínez-Noya and Esteban García-Canal
- 399/2008 Hybrid Risk Adjustment for Pharmaceutical Benefits  
Manuel García-Goñi, Pere Ibern & José María Inoriza
- 400/2008 The Team Consensus–Performance Relationship and the Moderating Role of Team Diversity  
José Henríque Dieguez, Javier González-Benito and Jesús Galende
- 401/2008 The institutional determinants of CO<sub>2</sub> emissions: A computational modelling approach using Artificial Neural Networks and Genetic Programming  
Marcos Álvarez-Díaz , Gonzalo Caballero Miguez and Mario Soliño
- 402/2008 Alternative Approaches to Include Exogenous Variables in DEA Measures: A Comparison Using Monte Carlo  
José Manuel Cordero-Ferrera, Francisco Pedraja-Chaparro and Daniel Santín-González
- 403/2008 Efecto diferencial del capital humano en el crecimiento económico andaluz entre 1985 y 2004: comparación con el resto de España  
M<sup>a</sup> del Pópulo Pablo-Romero Gil-Delgado y M<sup>a</sup> de la Palma Gómez-Calero Valdés
- 404/2008 Análisis de fusiones, variaciones conjeturales y la falacia del estimador en diferencias  
Juan Luis Jiménez y Jordi Perdiguero
- 405/2008 Política fiscal en la ue: ¿basta con los estabilizadores automáticos?  
Jorge Uxó González y M<sup>a</sup> Jesús Arroyo Fernández
- 406/2008 Papel de la orientación emprendedora y la orientación al mercado en el éxito de las empresas  
Óscar González-Benito, Javier González-Benito y Pablo A. Muñoz-Gallego
- 407/2008 La presión fiscal por impuesto sobre sociedades en la unión europea  
Elena Fernández Rodríguez, Antonio Martínez Arias y Santiago Álvarez García

- 408/2008 The environment as a determinant factor of the purchasing and supply strategy: an empirical analysis  
Dr. Javier González-Benito y MS Duilio Reis da Rocha
- 409/2008 Cooperation for innovation: the impact on innovatory effort  
Gloria Sánchez González and Liliana Herrera
- 410/2008 Spanish post-earnings announcement drift and behavioral finance models  
Carlos Forner and Sonia Sanabria
- 411/2008 Decision taking with external pressure: evidence on football manager dismissals in argentina and their consequences  
Ramón Flores, David Forrest and Juan de Dios Tena
- 412/2008 Comercio agrario latinoamericano, 1963-2000: aplicación de la ecuación gravitacional para flujos desagregados de comercio  
Raúl Serrano y Vicente Pinilla
- 413/2008 Voter heuristics in Spain: a descriptive approach elector decision  
José Luís Sáez Lozano and Antonio M. Jaime Castillo
- 414/2008 Análisis del efecto área de salud de residencia sobre la utilización y acceso a los servicios sanitarios en la Comunidad Autónoma Canaria  
Ignacio Abásolo Alessón, Lidia García Pérez, Raquel Aguiar Ibáñez y Asier Amador Robayna
- 415/2008 Impact on competitive balance from allowing foreign players in a sports league: an analytical model and an empirical test  
Ramón Flores, David Forrest & Juan de Dios Tena
- 416/2008 Organizational innovation and productivity growth: Assessing the impact of outsourcing on firm performance  
Alberto López
- 417/2008 Value Efficiency Analysis of Health Systems  
Eduardo González, Ana Cárcaba & Juan Ventura
- 418/2008 Equidad en la utilización de servicios sanitarios públicos por comunidades autónomas en España: un análisis multinivel  
Ignacio Abásolo, Jaime Pinilla, Miguel Negrín, Raquel Aguiar y Lidia García
- 419/2008 Piedras en el camino hacia Bolonia: efectos de la implantación del EEES sobre los resultados académicos  
Carmen Florido, Juan Luis Jiménez e Isabel Santana
- 420/2008 The welfare effects of the allocation of airlines to different terminals  
M. Pilar Socorro and Ofelia Betancor
- 421/2008 How bank capital buffers vary across countries. The influence of cost of deposits, market power and bank regulation  
Ana Rosa Fonseca and Francisco González
- 422/2008 Analysing health limitations in spain: an empirical approach based on the european community household panel  
Marta Pascual and David Cantarero

- 423/2008 Regional productivity variation and the impact of public capital stock: an analysis with spatial interaction, with reference to Spain  
Miguel Gómez-Antonio and Bernard Fingleton
- 424/2008 Average effect of training programs on the time needed to find a job. The case of the training schools program in the south of Spain (Seville, 1997-1999).  
José Manuel Cansino Muñoz-Repiso and Antonio Sánchez Braza
- 425/2008 Medición de la eficiencia y cambio en la productividad de las empresas distribuidoras de electricidad en Perú después de las reformas  
Raúl Pérez-Reyes y Beatriz Tovar
- 426/2008 Acercando posturas sobre el descuento ambiental: sondeo Delphi a expertos en el ámbito internacional  
Carmen Almansa Sáez y José Miguel Martínez Paz
- 427/2008 Determinants of abnormal liquidity after rating actions in the Corporate Debt Market  
Pilar Abad, Antonio Díaz and M. Dolores Robles
- 428/2008 Export led-growth and balance of payments constrained. New formalization applied to Cuban commercial regimes since 1960  
David Matesanz Gómez, Guadalupe Fugarolas Álvarez-Ude and Isis Mañalich Gálvez
- 429/2008 La deuda implícita y el desequilibrio financiero-actuarial de un sistema de pensiones. El caso del régimen general de la seguridad social en España  
José Enrique Devesa Carpio y Mar Devesa Carpio
- 430/2008 Efectos de la descentralización fiscal sobre el precio de los carburantes en España  
Desiderio Romero Jordán, Marta Jorge García-Inés y Santiago Álvarez García
- 431/2008 Euro, firm size and export behavior  
Silviano Esteve-Pérez, Salvador Gil-Pareja, Rafael Llorca-Vivero and José Antonio Martínez-Serrano
- 432/2008 Does social spending increase support for free trade in advanced democracies?  
Ismael Sanz, Ferran Martínez i Coma and Federico Steinberg
- 433/2008 Potencial de Mercado y Estructura Espacial de Salarios: El Caso de Colombia  
Jesús López-Rodríguez y María Cecilia Acevedo
- 434/2008 Persistence in Some Energy Futures Markets  
Juncal Cunado, Luis A. Gil-Alana and Fernando Pérez de Gracia
- 435/2008 La inserción financiera externa de la economía francesa: inversores institucionales y nueva gestión empresarial  
Ignacio Álvarez Peralta