
La participación directa de las Cajas de Ahorros Andaluzas en el capital de las empresas

Francisco Javier SÁEZ FERNÁNDEZ¹

1. Introducción.

Los efectos de la participación de la banca en la actividad productiva, han sido tratados por la literatura económica española desde diferentes perspectivas. Hasta mediados de los ochenta, los estudios se centraban, sobre todo, en el análisis de la incidencia que dicha participación pudiera tener sobre el desarrollo económico, a través de la promoción de nuevas actividades. Bajo este enfoque se realizaron, entre otros, los trabajos de Tortella (1972) y Cuadrado y Villena (1977). En los dos últimos lustros, sin embargo, bajo la influencia, quizá, de la orientación que se daba a estas investigaciones en los países anglosajones, los esfuerzos se han dirigido hacia la determinación de las implicaciones de las participaciones industriales de la banca sobre el sistema financiero, en el marco general de la teoría de la empresa bancaria. Con este enfoque se han realizado, por citar sólo algunos ejemplos, los trabajos de Chuliá (1990), de Blanch, Garrido y Sanromá (1990) y de Martín, Carbó y Sáez (1994). Ambos enfoques ponen de manifiesto la importancia que este aspecto del negocio bancario ha podido y puede tener en la economía española, por lo que, independientemente del enfoque que se diera a una nueva investigación sobre este tema, su interés quedaría plenamente justificado.

En este artículo se hacen algunas reflexiones sobre tamaño y la composición de la cartera de acciones y participaciones empresariales de las cajas de ahorros andaluzas, los factores que han podido influir en su posición en renta variable y las consecuencias que pudieran derivar de su comportamiento.

El tema se aborda con un método de trabajo que utiliza instrumentos analíticos de los dos enfoques anteriormente señalados. Con este propósito, en la sección segunda se realiza una revisión de los fundamentos que la teoría de la empresa bancaria ha aportado para explicar el interés de las entidades de depósito por la inversión en renta variable; en la sección tercera se analiza la evolución reciente de la cartera de acciones y participaciones de la banca privada y las cajas de ahorros en España; en la sección cuarta se realiza un análisis comparativo de la cartera de renta variable en las distintas federaciones regionales de cajas de ahorros; y en la sección quinta se estudia la posición en acciones y participaciones de las entidades que integran la Federación Andaluza de Cajas de Ahorros. Finalmente se resumen las conclusiones más importantes del trabajo.

1. Agradezco a los profesores Martín Rodríguez y Carbó Valverde su generosidad, por permitirme recoger en este trabajo parte de las ideas e instrumentos analíticos empleados en la investigación *Las participaciones accionarias de las entidades de depósito españolas, 1962-1992*, realizada en 1994 por nosotros tres para la Fundación FIES. Los posibles errores u omisiones son, no obstante, de la exclusiva responsabilidad de este autor.

2. Fundamentos analíticos de las participaciones accionarias en la teoría de la empresa bancaria.

2.1. Modelos de banca y cartera de acciones y participaciones.

La configuración del negocio bancario en los principales países industrializados se ha realizado, a grandes rasgos, siguiendo las pautas de dos modelos diferentes.

El primer modelo, de banca especializada o modelo anglosajón, se caracteriza porque la banca se dedica, fundamentalmente, a la financiación a corto plazo de la economía, a la vez que existe un vasto mercado de capitales al que los agentes económicos acuden para obtener los recursos a largo plazo necesarios para llevar a cabo sus inversiones. Existen también entidades especializadas en aquellos mercados, los *merchant bank* o bancos de negocios, cuya misión fundamental es la promoción de nuevas empresas y el asesoramiento en materia de ciertas operaciones financieras, como son las fusiones y adquisiciones de empresas, salidas a bolsa, etc.

El segundo modelo, de banca universal o modelo continental, tiene como principal característica el que los bancos desarrollan cualquier tipo de actividad financiera, incluida la financiación a corto, medio y largo plazo de la economía, y la promoción de nuevas empresas, por lo que la cartera de renta variable de estas entidades suele tener un peso significativo en relación al balance total.

Los modelos en estado puro no existen en ningún país, siendo fácil encontrar bancos de negocios en la Europa continental o bancos universales en los países anglosajones. En los últimos años, además, la globalización de las transacciones de capital, la desregulación

de la actividad financiera y la concentración de los mercados mediante la reducción del número de intermediarios que operan en los mismos, ha propiciado la diversificación del negocio bancario, habiéndose generalizado el modelo de banca universal². En consecuencia, la especialización de las entidades ha quedado reducida a una cuestión puramente vocacional³.

En algunos países, particularmente en España, los bancos universales han desempeñado un papel relevante en el desarrollo de la industria, vinculándose directamente a las empresas a través de su cartera de acciones y participaciones. Por otra parte, esta relación ha condicionado de manera muy importante la evolución de sus cuentas de resultados, habiendo tenido una incidencia directa en la crisis sufrida por un buen número de entidades españolas entre finales de los años setenta y mediados de los ochenta, así como en la que más recientemente ha afectado a uno de nuestros grandes bancos. Por tanto, desde una perspectiva teórica, tendremos que indagar sobre el tamaño óptimo de la cartera de renta variable de una entidad de depósito, sus determinantes y sus efectos sobre las propias entidades y sobre el conjunto del sistema económico-financiero.

2.2. La cartera de acciones y participaciones en la teoría de la empresa bancaria.

Las aportaciones teóricas que sobre este tema se han realizado, son relativamente abundantes; sin embargo, con objeto de no extendernos demasiado, en el presente epígrafe sólo revisaremos aquellas que más directamente se relacionan con los objetivos de este trabajo.

La primera aportación teórica a la que nos vamos a referir, considera que la estructura de las inversiones que componen el activo de las entidades, es el resultado de la evaluación del *trade-off* rentabilidad/riesgo de las diferentes opciones de inversión disponibles. La idea fundamental de esta hipótesis es que las entidades

2. Consideramos que la banca federada es un caso particular del modelo de banca universal, en el que las diferentes líneas de negocio se desarrollan por unidades especializadas que gozan de autonomía jurídica y de gestión, pero que responden a una estrategia común.

3. La literatura sobre la respuesta de la banca española ante los cambios que se están produciendo en la escena internacional es muy abundante, por citar sólo algunos ejemplos, véanse Sánchez Asiaín (1987), Bengoechea (1990) y Bengoechea y Pizarro (1993).

seleccionarán aquellas inversiones que para un mismo nivel de riesgo ofrecen mayores índices de rentabilidad o, alternativamente, aquellos activos que con un determinado nivel de rentabilidad incorporan un menor grado de riesgo.

En función de los objetivos de esta investigación, podría considerarse que las principales alternativas de inversión que se ofrecen a una entidad de depósito son la inversión crediticia, la cartera de renta fija y la cartera de renta variable; y los indicadores de rentabilidad y riesgo que se podrían utilizar para evaluar el *trade-off* serían, respectivamente, la media de los rendimientos obtenidos y la varianza o la desviación típica de esa rentabilidad⁴.

La "hipótesis sobre adquisición de información" es la segunda aportación teórica que revisaremos. Según esta hipótesis, para que los intermediarios financieros puedan evaluar adecuadamente los riesgos asociados a determinadas inversiones, necesitan captar de forma rápida, fiable y precisa las señales emitidas por el agente que solicita financiación. Puesto que en el proceso de intermediación financiera el nivel de información disponible por los agentes es asimétrico, en el sentido de que el prestatario dispone de mayor información sobre el riesgo de sus flujos de caja futuros que el prestamista, la banca podría estar interesada en tomar participación en el capital de ciertas empresas no financieras con objeto de introducirse en sus órganos de gestión, reducir asimetrías de información y evaluar con mayor grado de certeza el riesgo asociado a sus inversiones⁵. Esta hipótesis, siendo consistente y de gran utilidad para nuestro análisis es, no obstante, muy difícil de contrastar empíricamente.

La tercera aportación teórica a la que nos vamos a referir, que podría ser paradigma de determinados hechos ocurridos en nuestra reciente historia bancaria y finan-

ciera, es la que considera los efectos sobre las entidades de depósito de la concentración y contagio de riesgos procedentes del sector real de la economía. Cuanto mayor es la parte del negocio que los bancos realizan con el grupo empresarial propio, menor será el grado de diversificación de sus inversiones y mayor será el nivel de riesgo global de su actividad. Por otra parte, el compromiso que el banco tendrá con sus empresas para otorgarles financiación en situaciones de dificultad, será mucho mayor que el existente con empresas ajenas, por lo que, en períodos de crisis, el riesgo de contagio resultará superior en aquellas entidades que mantengan participaciones directas en el capital de las empresas no financieras⁶.

La cuarta aportación teórica sobre las decisiones de cartera de las entidades de depósito, que también pudiera ser muy ilustrativa de lo recientemente ocurrido en el caso español, es la que analiza los efectos de la regulación de la solvencia de estas entidades sobre las tenencias de activos de riesgo. La idea fundamental que subyace en esta hipótesis es que si las autoridades financieras, con objeto de mejorar el grado de solvencia de la entidades de depósito, endurecen las exigencias de recursos propios mediante el establecimiento de un coeficiente de garantía selectivo que penalice con mayores requerimientos de capital las inversiones que incorporan un mayor nivel de riesgo, como sucede con la cartera de renta variable, las entidades tenderán a modificar la estructura de su activo, aumentando la proporción de inversiones más seguras y reduciendo el peso de aquellas cuyo rendimiento es más incierto⁷.

Señalaremos una última consideración de tipo teórico, que puede ser útil para el análisis empírico que realizamos en las secciones siguientes. Nos referimos a los aspectos relacionados con la filosofía y la cultura de las entidades, que tienen una gran incidencia en las estrategias empresariales y que generan una serie de inercias

4. La utilización de estos indicadores de rentabilidad y riesgo es frecuentemente utilizada en la literatura financiera. Véase, por ejemplo, Sinkey (1989, p. 393).

5. Steinherr y Gilibert (1989) afirman que el modelo de banca universal resulta ventajoso sobre el de banca especializada, ya que en el primero se pueden reducir las asimetrías de información de una forma más eficiente.

6. Aoki (1984) estudia el papel de los bancos como prestamistas y accionistas para el caso japonés.

7. Mingo y Wolkowitz (1977) desarrollan un modelo en el que se analiza la respuesta de la banca ante un endurecimiento de los requerimientos de recursos propios, mediante el establecimiento de un coeficiente de garantía selectivo. En el modelo original sólo se consideran tres alternativas de inversión, activos de caja, créditos y fondos público. Las conclusiones que se desprenden del modelo y que acabamos de señalar idénticas si se incluyese una cuarta forma de inversión, la cartera de renta variable.

en las organizaciones, muy difíciles de erradicar en cortos períodos de tiempo. En este sentido, la larga tradición que la banca española ha tenido en la promoción y desarrollo de ciertos sectores industriales, ha dejado una huella profunda en sus decisiones de cartera.

3. Evolución de la cartera de acciones y participaciones de la Banca Privada y las Cajas de Ahorros en España.

3.1. Ciclo económico y cartera de renta variable de la banca privada y las Cajas de Ahorros.

Desde principios de la década de los setenta, el interés de las entidades de depósito por los títulos de renta variable ha seguido una evolución próxima a la del ciclo económico. El gráfico 1 refleja la evolución del peso sobre activos totales de la cartera de acciones y participaciones de la banca privada y las cajas de ahorros, así como las tasas de variación del PIB para el período de tiempo comprendido entre los años 1971 y 1992⁸.

En el gráfico se observa con claridad, salvando las diferencias de intensidad en las oscilaciones y un cierto desfase temporal, el paralelismo existente entre ciclo económico y evolución del peso de la cartera de renta variable en ambos tipos de entidades. Una explicación intuitiva de este comportamiento sería que las entidades de depósito, como cualquier otro inversor, en etapas de expansión económica, en las que las empresas mejoran sensiblemente sus resultados y las cotizaciones bursátiles se mueven al alza, encuentran muy atractiva la inversión en renta variable; por el contrario, en períodos de estancamiento o recesión, cuando los resultados de las empresas empeoran y los precios de las acciones retroceden, la inversión en renta variable pierde gran parte de su interés⁹.

3.2. Liberalización financiera, estrategias de mercado y cartera de renta variable.

El período de tiempo recogido en el gráfico 1 es muy heterogéneo y bastante extenso. En el último cuarto de siglo se han producido importantes transformaciones en nuestro sistema bancario, tanto en el marco regulador como en otros aspectos que determinan las posibles estrategias adoptadas por las entidades de depósito españolas. Por ello, parece conveniente centrar el análisis en lo sucedido en los años más recientes, a partir de nuestra incorporación a la Unión Europea, puesto que desde entonces, de forma progresiva e irrenunciable, se ha producido la completa liberalización de nuestro sistema bancario.

El cuadro 1 recoge la posición en renta variable y el peso de la misma en el balance total de la banca privada y las cajas de ahorros, durante el período de tiempo comprendido entre diciembre de 1986 y junio de 1994. En él podemos observar que en los ocho años de la

Cuadro 1. Cuantía y peso de la cartera de renta variable de la banca privada y las cajas de ahorros.

	BANCA PRIVADA		CAJAS DE AHORROS	
	RV	RV/AT	RV	RV/AT
1986	442,2	1,54	165,4	1,18
1987	468,5	1,49	197,6	1,24
1988	711,2	2,08	302,9	1,58
1989	829,7	2,14	392,6	1,71
1990	900,9	2,11	451,3	1,77
1991	1.173,5	2,36	457,9	1,71
1992	1.165,9	2,18	545,1	1,77
1993	1.322,7	1,98	643,2	1,91
JUN 94	1.201,4	1,79	663,1	1,90

RV = Cartera de renta variable (m.m. pts.);

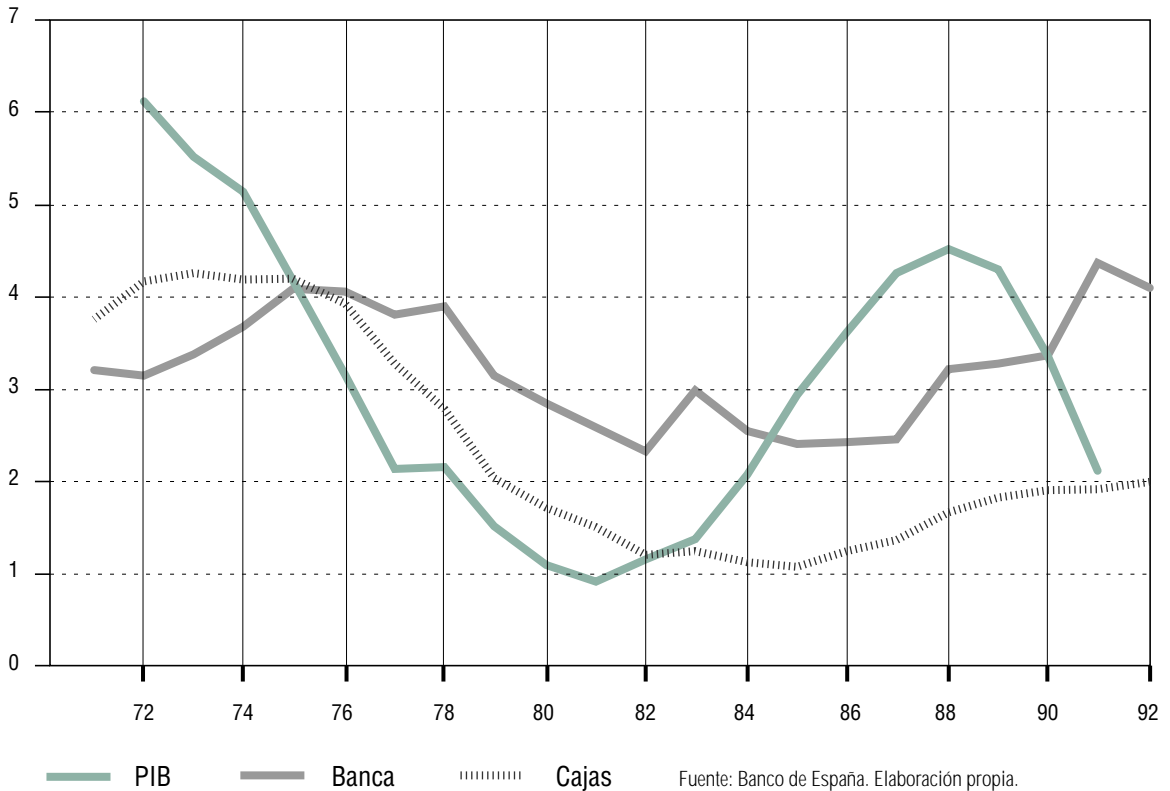
RV/AT = porcentaje sobre activos totales de la cartera de renta variable.

Fuente: Boletín Estadístico del Banco de España. Elaboración propia.

8. La serie temporal de variaciones del PIB se ha suavizado con la estimación de las medias móviles de cinco años.

9. Véase Sáez, Martín y Carbó (1995).

Gráfico 1. Ciclo económico y cartera de renta variable en la banca privada y las cajas de ahorros.



etapa contemplada, la banca privada ha multiplicado por 2.7 el valor de sus acciones y participaciones, alcanzando un máximo en 1993, con un importe de 1.3 billones de pesetas. En términos de balance, el incremento ha sido bastante más moderado (15.76 %), habiendo alcanzado un peso máximo en 1991.

Las cajas de ahorros, por su parte, han multiplicado por cuatro el valor de su cartera de renta variable, que no ha dejado de crecer hasta junio de 1994, cuando superó los 663 mil millones de pesetas. En términos de balance, el incremento de la cartera de renta variable en las cajas ha sido del 61.1%, y no se observa descenso del peso de las acciones y participaciones hasta la última fecha señalada.

En definitiva, los datos revelan que, desde 1986, el crecimiento de la cartera de acciones y participaciones ha sido más intenso en las cajas de ahorros que en los bancos privados, habiendo llegado a superarlos en términos de balance a la altura de junio de 1994. Se aprecia también que desde finales de 1991 la banca privada ha ido frenando sus inversiones en renta variable, por

lo que desde ese año el peso de la cartera ha ido disminuyendo. Las cajas, sin embargo, no han reducido el peso de la cartera hasta bien entrado el ejercicio de 1994.

El crecimiento de la cartera de renta variable de las entidades de depósito en la etapa de expansión de la economía española comprendida entre 1986 y 1991, podría explicarse en el marco de la evolución procíclica que anteriormente señalamos para este tipo de inversión financiera. No obstante, para comprender las diferencias de comportamiento entre bancos y cajas, será necesario considerar otros factores causales.

El mayor crecimiento que se observa en la cartera de acciones y participaciones de las cajas de ahorros, podría ser consecuencia de ciertas peculiaridades que han caracterizado la orientación del negocio de estas entidades en comparación con la banca privada. Hasta mediados de la década de los ochenta, las cajas de ahorros habían venido practicando un tipo de negocio fundamentalmente minorista, mantenían una posición muy fuerte en el mercado hipotecario y estaban escasamente

implantadas en el segmento de banca de empresas. Desarrollaban su actividad en un ámbito geográfico normalmente provincial, y nutrían su pasivo de los depósitos constituidos por una clientela muy fiel. Los coeficientes de inversión obligatoria, por otra parte, detraían de forma automática una parte muy importante de sus recursos, por lo que la gestión de estas entidades se realizaba en un entorno escasamente competitivo y de una forma bastante poco activa. Con la homologación operativa que se ha producido en el sistema bancario español desde finales de los años setenta, la liberalización de recursos que ha tenido lugar de forma simultánea a la reducción de los coeficientes de inversión, y la eliminación de trabas relacionadas con la expansión territorial, las cajas de ahorros, sobre todo las de mayor tamaño, se han tenido que enfrentar a un fuerte crecimiento de la competencia, a la vez que disponían de un importante volumen de recursos crecientemente liberalizados cuyo rendimiento había que maximizar. En este contexto, la penetración en segmentos de negocio al por mayor podría resultar muy conveniente, y las tomas de participación en empresas no financieras, que permitiesen conocer desde dentro el sistema productivo, permitirían la evaluación del grado de riesgo de estas nuevas actividades con un mayor nivel de confianza (hipótesis sobre reducción de asimetrías de información).

La banca privada, por el contrario, ha mantenido históricamente una presencia importante en el capital de empresas no financieras, estuvo sometida a unos coeficientes de inversión inferiores a los de las cajas y ha desarrollado su actividad en un entorno algo más competitivo. Además, la crisis industrial de finales de los años setenta y principios de los ochenta, arrastró a un buen número de bancos de pequeña y mediana dimensión, por lo que en la etapa de expansión que se inicia en 1985, la banca privada habría sido mucho más prudente en la selección de sus participaciones industriales¹⁰.

Sobre las diferencias de comportamiento que se observan entre ambos tipos de entidades, cabría hacer una consideración adicional. El ajuste en el peso de la cartera de renta variable que se viene produciendo en

la banca privada desde 1991, y que en las cajas no se aprecia hasta mediados de 1994, podría ser reflejo de una sensibilidad superior de la banca ante la evolución de la coyuntura económica y frente al refuerzo de las exigencias de recursos propios que se ha producido en España entre los años 1992 y 1993¹¹. La gestión más flexible que caracteriza a las entidades privadas, por estar sometidas, además de a la competencia del mercado como sucede con las cajas de ahorros, a la presión que proviene de los accionistas, podría haber influido en la mayor agilidad de sus respuestas.

4. Las participaciones accionarias de las Cajas de Ahorros: el comportamiento de las federaciones regionales.

Una vez que conocemos algunas de las motivaciones que han podido influir en las decisiones de cartera de bancos y cajas a nivel agregado, vamos ahora a centrar el análisis en el sector de cajas de ahorros, con objeto de evaluar el comportamiento de la Federación Andaluza en el marco general de la Confederación Española de Cajas de Ahorros. Este análisis nos permitirá realizar algunas consideraciones sobre los posibles vínculos existentes entre actividad de las cajas y desarrollo regional.

4.1. Federaciones Regionales de Cajas de Ahorros, cartera de renta variable y desarrollo económico.

El cuadro 2 recoge, en primer lugar, un indicador de la importancia de la cartera de renta variable de las cajas en relación a la economía de Comunidad Autónoma correspondiente (RV/PIB), que nos orienta sobre el grado de implicación de estas entidades en el tejido empresarial de su región. En segundo lugar, recoge un índice del PIB por habitante sobre la media

10. Véase Martín, Carbó y Sáez (1994, pp. 37-54).

11. La reforma del coeficiente de recursos propios se ha producido para adaptar nuestras normas a las Directivas de la Unión Europea. Como consecuencia de la misma se penaliza muy fuertemente la tenencia de acciones y participaciones en empresas financieras.

Cuadro 2. Relación entre cartera de renta variable/PIB e Índice relativo del PIB por Habitante para las distintas Federaciones de Cajas de ahorros.

	1985		1989		1992	
	RV/PIB	INDEX	RV/PIB	INDEX	RV/PIB	INDEX
ANDALUCÍA	0,0018	70,8	0,0032	69,6	0,0025	69,5
ARAGÓN	0,0027	110,2	nd	nd	0,0107	108,1
BALEARES	0,0003	141,4	nd	nd	0,0012	137,9
CANARIAS	0,0022	93,3	nd	nd	0,0232	95,7
CAST-LEÓN	nd	nd	nd	nd	0,0075	87,9
CAST-MANCHA	0,0006	78,2	0,0024	80,0	0,0022	78,4
CATALUÑA	0,0085	123,5	0,0214	128,8	0,0266	129,5
EXTREMADURA	0,0017	67,6	0,0021	63,5	0,0016	64,1
GALICIA	0,0034	82,0	0,0032	81,8	0,0039	81,6
NAVARRA	0,0054	109,1	nd	nd	0,0082	116,6
VALENCIA	nd	nd	0,0032	104,6	0,0034	104,6
PAÍS VASCO	0,0122	113,6	0,0129	109,6	0,0157	108,1

RV/PIB = relación entre cartera de renta variable y PIB al coste de los factores en pesetas corrientes;

INDEX = Índice relativo de PIB por habitante (Media española = 100).

Fuente: Martín, Carbó y Sáez (1994, p.63).

nacional, que nos indica el nivel de desarrollo relativo de cada Comunidad Autónoma. Los valores de los índices se refieren a tres años significativos del período 1985-1992.

El cuadro refleja la existencia de una relación estrecha entre ambos índices en todos los años del período: las Comunidades Autónomas cuyo PIB por habitante es sensiblemente más elevado que el de la media española y que tienen mayor tradición industrial, fundamentalmente Cataluña, País Vasco y Aragón, presentan ratios de cartera de renta variable sobre el PIB más elevados que las Comunidades cuyo nivel de desarrollo es marcadamente inferior a la media nacional, extremo este en el que se encuentran los casos de Andalucía, Extremadura, Castilla la Mancha y Galicia.

Los valores de la Comunidad Autónoma Balear, cuyo nivel de PIB por habitante es el más alto, y de la Comunidad Valenciana, que en nivel de desarrollo también supera la media nacional, destacan por la ausencia de correspondencia, en el sentido de que la cartera de participaciones tiene un peso muy poco significativo en relación al PIB.

La explicación de estos comportamientos anómalos podría estar relacionada con la estructura productiva de ambas Comunidades Autónomas. En el primer caso, el elevado peso del sector de hostelería y turismo, que en buena medida se ha desarrollado con la aportación de capitales no autóctonos, podría haber cerrado las puertas a la participación de las cajas en el sector real de la economía. En la Comunidad Valenciana, el hecho de que las empresas industriales sean de una dimensión pequeña o mediana y que tengan un marcado carácter familiar, ha dificultado, quizá, las tomas de participación por parte de estas entidades.

El cuadro 3 recoge el peso de la cartera de renta variable sobre activos totales en las distintas Federaciones Regionales de cajas de ahorros en el período 1986-1993. Los datos de esta tabla parecen confirmar la idea que se dibujaba en la tabla anterior, puesto que las federaciones regionales correspondientes a Comunidades Autónomas con mayor nivel de renta por habitante son las que tienen un peso de la cartera más elevado.

Por otra parte, cabe resaltar la tendencia creciente que se observa en el peso de la cartera de renta variable en todas las federaciones regionales a lo largo del período.

do de referencia, y que entre las federaciones cuya posición en renta variable crece más intensamente, están aquellas que tienen un mayor nivel de desarrollo. Especialmente significativos son los casos de la Comunidad Valenciana, Baleares y Cataluña, en las que los incrementos de peso son, respectivamente, del 515.7, 284.2 y 232.4 por ciento. En el lado opuesto, el peso de la cartera de renta variable en Extremadura no se altera a lo largo del período, en Galicia apenas crece un 2.4 por ciento, y en Andalucía el crecimiento es de un 24.7 por ciento, si bien, en este último caso, se observa una evolución bastante irregular a lo largo de todo el período.

4.2. Peso y rentabilidad de la cartera en las Federaciones Regionales de Cajas de Ahorros.

La teoría de la empresa bancaria puede aportar algunos elementos de análisis que contribuyan a clarificar las diferencias de comportamiento en las federaciones regionales. Los cuadros 4 y 5 recogen, respectivamente, información sobre la composición de la cartera de renta variable y sobre la rentabilidad y el riesgo de las acciones y participaciones en comparación con inversiones financieras alternativas, para los años 1992 y 1993¹².

En el cuadro 4 se detalla el peso sobre activos totales de dos componentes importantes de la cartera de renta variable, participaciones totales y participaciones en empresas no financieras, así como el peso de las participaciones en empresas no financieras en la cartera total de renta variable. Por diferencias, podemos conocer el peso de las acciones y otros títulos de renta variable (CARTERA RV - PARTICIPACIONES), que corresponde a la inversión bursátil no participativa, y el de las participaciones en entidades de crédito (PARTICIPACIONES - PARTICIP.ENF)¹³.

Los datos de la tabla ponen nuevamente de manifiesto que las Comunidades Autónomas con mayor nivel de desarrollo son las que tienen mayor implicación en la actividad productiva. El peso de las participaciones y de las participaciones en empresas no financieras vuelve a ser elevado en los casos de País Vasco y Aragón, y especialmente significativo en Cataluña. Merece señalarse también que el crecimiento tan espectacular que se ha producido en la cartera de renta variable de la Federación Valenciana se debe, sobre todo, a la inversión bursátil no participativa, y a las participaciones en entidades de crédito, puesto que las participaciones en empresas no financieras apenas experimentan variación.

El caso de Baleares vuelve a ser singular, puesto que su cartera de renta variable, que tiene un peso en balance total reducido, está compuesta en un 68.8 por ciento por participaciones en empresas no financieras (el porcentaje más alto después de Cataluña), lo que hace que el peso de estas últimas en el balance total se sitúe en un nivel relativamente elevado. En consecuencia, el vínculo directo de la Federación Balear con el sector real de la economía parece más fuerte de lo que en un principio habíamos detectado.

Por lo que a la Federación Andaluza se refiere, debemos destacar, en primer lugar, el escaso peso que tiene la cartera de participaciones, tanto en relación a los activos totales como a la cartera total de renta variable. En segundo lugar, en contra de lo sucedido en la mayoría de las federaciones, especialmente en las de mayor nivel de renta por habitante, se observa que en el último ejercicio se ha producido un importante ajuste a la baja en el peso de dichas participaciones.

El cuadro 5 recoge la rentabilidad de la cartera de renta variable y de la cartera de participaciones frente a inversiones financieras alternativas (créditos,

12. Sólo se recogen estos años pues la Circular del Banco de España 4/1991 que obliga a las entidades hacer público el desglose de la cartera de renta variable a partir de 1992.

13. La Circular del Banco de España 4/1991 obliga a las entidades a hacer público el detalle de la cartera de renta variable, distinguiendo tres grandes componentes: acciones y otros títulos de renta variable, participaciones y participaciones en empresas del grupo. Dentro de las dos últimas categorías se diferencian las participaciones en entidades de crédito de otras participaciones. Estas últimas se corresponden con las que nosotros hemos denominado participaciones en empresas no financieras. Los criterios para la clasificación de las acciones y participaciones los proporciona la propia Circular. Con objeto de no complicar demasiado la información estadística, en el CUADRO 4 sólo hemos distinguido entre participaciones y participaciones de empresas no financieras. En ambos casos se incluirían tanto las mantenidas con empresas de grupo como con empresas fuera del grupo.

obligaciones y otros títulos de renta fija, deudas del Estado y entidades de crédito). Recoge también un indicador del riesgo asociado a cada una de las modalidades de inversión, medido por la desviación standard de los datos correspondientes a las 12 fede-

raciones regionales. Como se puede comprobar, con la excepción de las Federaciones Vasca y Navarra, la rentabilidad de la cartera de acciones y participaciones, medida por los productos financieros obtenidos de la misma, es claramente inferior, tanto a nivel de

Cuadro 3. Cartera de renta variable de las Federaciones Regionales de Cajas de Ahorro: porcentajes sobre activos totales.

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
ANDALUZA	0,81	0,73	0,61	0,72	0,51	0,44	0,73	1,01
ARAGONESA	1,32	1,41	1,23	nd	nd	nd	1,64	1,96
BALEAR	0,19	0,44	0,48	nd	nd	nd	0,54	0,73
CANARIA	0,99	0,89	0,78	nd	nd	nd	1,12	1,45
CAST-MANCHEGA	0,64	0,62	0,86	0,77	0,70	0,90	0,68	1,29
CAST-LEONESA	0,81	0,86	1,71	nd	0,65	0,80	1,22	1,35
CATALANA	1,08	1,12	1,83	1,94	2,29	2,21	3,43	3,59
EXTREMEÑA	0,44	0,56	0,53	0,55	nd	nd	0,40	0,44
GALLEGA	0,83	0,78	0,46	0,46	0,51	0,36	0,77	0,85
VALENCIANA	0,34	0,44	0,51	0,40	0,46	0,53	0,98	2,09
NAVARRA	1,21	1,37	1,23	nd	nd	nd	1,42	1,59
VASCA	2,04	1,92	1,59	1,47	2,06	2,41	2,29	2,42

Fuente: Confederación Española de Cajas de Ahorros (CECA). Elaboración propia.

Cuadro 4. Peso de la cartera de acciones y participaciones en las Cajas Andaluzas (% sobre activos totales).

	CARTERA RV		PARTICIPACIONES		PARTICIP. ENF.		PART. ENF/RV	
	1992	1993	1992	1993	1992	1993	1992	1993
ANDALUCÍA	0,7313	1,0102	0,3899	0,2377	0,3520	0,2058	48,14	20,37
ARAGÓN	1,6443	1,9669	0,8654	0,8745	0,7097	0,7301	43,16	37,12
BALEARES	0,5423	0,7361	0,4986	0,6594	0,3480	0,5065	64,18	68,80
CANARIAS	1,1205	1,4549	0,3867	0,3380	0,3867	0,3380	34,51	23,23
CASTILLA LEÓN	1,2187	1,3482	0,2465	0,2405	0,1715	0,1681	10,07	12,47
CASTILLA LA MANCHA	0,6836	1,2869	0,1690	0,3261	0,1690	0,3261	24,72	25,34
CATALUÑA	3,4332	3,5930	3,0651	3,1704	2,6470	2,7446	77,10	76,39
EXTREMADURA	0,4000	0,4418	0,0305	0,0099	0,0305	0,0099	7,62	2,25
GALICIA	0,7720	0,8459	0,3805	0,3164	0,3374	0,2752	43,71	32,54
NAVARRA	1,4154	1,5933	0,3840	0,3920	0,3840	0,3920	27,13	24,60
VALENCIA	0,9783	2,0911	0,5070	1,0937	0,4319	0,5499	44,15	26,30
PAÍS VASCO	2,2866	2,4166	0,8020	0,8332	0,8028	0,8126	35,11	33,63
CONFEDERACIÓN	1,9245	2,1515	1,3308	1,3932	1,1417	1,1659	59,32	54,19

Leyenda: CARTERA RV = Cartera de renta variable; PARTICIP. ENF = Participaciones en empresas no financieras; PART. ENF/RV = Peso de las participaciones en empresas no financieras en la cartera de renta variable.

Fuente: Anuario estadístico de CECA. Elaboración propia.

Cuadro 5. Rentabilidad de la cartera de renta variable y de las participaciones frente a inversiones financieras alternativas.

	CRÉDITOS Y RF		CARTERA RV		PARTICIPACIONES	
	1992	1993	1992	1993	1992	1993
ANDALUCÍA	11,73	12,38	2,14	1,48	1,50	1,41
ARAGÓN	11,30	11,59	5,51	2,27	6,31	1,84
BALEARES	11,96	13,03	3,76	0,78	2,19	0,41
CANARIAS	11,40	12,15	1,22	0,76	0,00	0,48
CASTILLA LEÓN	11,25	11,88	4,82	3,44	3,77	3,67
CAST. MANCHA	11,17	11,86	3,38	1,35	0,09	0,00
CATALUÑA	11,46	11,87	4,72	5,30	4,53	5,29
EXTREMADURA	10,88	11,29	2,73	1,80	0,00	0,00
GALICIA	10,82	11,82	2,11	1,68	0,04	0,76
NAVARRA	11,06	10,93	4,92	5,86	5,17	12,33
VALENCIA	11,79	12,05	2,06	1,35	1,30	1,61
VASCAS	11,16	11,93	9,41	7,85	12,39	12,20
CONFEDERACIÓN	11,27	11,66	4,62	4,26	4,26	4,70
DESV.STANDARD	0,328	0,485	2,048	2,151	3,384	4,110

Leyenda: CREDITOS Y RF: incluye la inversión crediticia, obligaciones y otros valores de renta fija, deudas del Estado y entidades de crédito; CARTERA RV: cartera total de renta variable.

Fuente: Anuario Estadístico de CECA. Elaboración propia.

Confederación como de federaciones regionales, a la de inversiones financieras alternativas. Se observa también que el riesgo de la cartera de acciones y participaciones es sensiblemente superior al de las otras inversiones. La evaluación en estos términos del trade-off rentabilidad/riesgo para las modalidades de inversión señaladas, nos llevaría a pensar que la cartera de acciones y participaciones no es una opción atractiva para las cajas de ahorros. Sin embargo, la evaluación precisa de este trade-off hubiese requerido la inclusión en los rendimientos de la cartera de las plusvalías por diferencias de cotización, información que no aparece en los balances públicos de las entidades. En consecuencia, los resultados de este ejercicio comparativo sólo se puede considerar como provisionales.

No obstante, la observación de los índices de rentabilidad para las diferentes modalidades de inversión en cada una de las federaciones regionales revela que aquellas federaciones que tienen un mayor nivel de desarrollo son las que consiguen rentabilizar en mayor medida sus posiciones en acciones y participaciones.

Especialmente significativos son los casos de País Vasco (1992 y 1993) y Navarra (1993), en los que la rentabilidad de la cartera de participaciones supera a la de las inversiones alternativas. Cataluña, y en menor parte Aragón, también consiguen buenos índices de rentabilidad para sus acciones y participaciones. En el lado opuesto, Extremadura, Galicia, Castilla la Mancha y Andalucía apenas consiguen rentabilizar esta modalidad de inversión.

Por tanto, parece existir una correlación positiva entre el nivel de desarrollo de una Comunidad Autónoma y el peso de la cartera de acciones y participaciones de su federación de cajas, así como entre el peso de esta cartera y su rentabilidad nominal. El sentido de las relaciones causales es difícil de determinar, si bien, podríamos no equivocarnos al pensar que los efectos de causalidad se dan en ambos sentidos. Es decir, en las Comunidades desarrolladas, las alternativas de inversión rentables en el sector real son más abundantes que en las Comunidades menos desarrolladas. Esto animaría a las entidades a tomar participación en el capital de ciertas empresas. Por

otra parte, la buena disposición de las entidades para aportar recursos permanentes a proyectos rentables, facilitaría la puesta en marcha de los mismos y favorecería el desarrollo de la Región¹⁴.

5. Las Cajas de Ahorro Andaluzas y la participación directa en la actividad empresarial.

5.1. La cartera de renta variable de la Federación Andaluza en el marco de la Confederación Española de Cajas de Ahorros.

El cuadro 6 recoge, para los años 1992 y 1993, la composición de la cartera de renta variable, en valores

absolutos y en términos porcentuales, de la Federación Andaluza y de la Confederación Española de Cajas de Ahorros, con el desglose exigido por la Circular del Banco de España número 4/1991. Recoge, además, la cuota porcentual que corresponde a la Federación Andaluza respecto de la Confederación, para cada uno de los componentes de la cartera que se detallan.

Las cifras absolutas ponen de claramente de manifiesto la escasa importancia que tiene la cartera de acciones y participaciones en esta federación. En 1993 la cartera de renta variable alcanzó los 26.835 millones de pesetas y la de participaciones se situó en 6.314 millones de pesetas. Esta última cantidad es insignificante si se tiene en cuenta que en este mismo año sólo una de las grandes cajas españolas tenía una cartera total de participaciones superior a los trescientos mil millones de pesetas.

Si se comparan estas cifras con las de la Confederación, también resulta evidente el reducido peso de las participaciones en el balance total de las cajas andalu-

Cuadro 6. Composición de la cartera de renta variable de la Federación Andaluza de Cajas de Ahorros y de la Confederación Española de Cajas de Ahorros (CECA).

	FEDERACIÓN ANDALUZA				CECA				AND/-CECA	
	POSICIÓN		PORCENT. RV		POSICIÓN		PORCENT. RV			
CART. RENTA VARIABLE:	1992	1993	1992	1993	1992	1993	1992	1993	1992	1993
1.- Acciones.	8.762	20.521	46,7	76,5	178.207	248.989	30,8	35,2	4,92	8,24
2.- Participaciones:	4.601	2.061	24,5	7,7	150.183	146.826	26,0	20,8	3,06	1,40
2.1.- En Ent. de Crédito.	522	89	2,8	0,3	6.165	5.939	1,1	0,8	8,47	1,50
2.2.- Otras participaciones.	4.079	1.972	21,7	7,3	144.018	140.887	24,9	19,9	2,83	1,40
3.- Part. en Empresas Grupo:	5.409	4.253	28,8	15,8	249.283	310.691	43,2	44,0	2,17	1,37
3.1.- En Ent. de Crédito.	451	759	2,4	2,8	50.607	68.723	8,8	9,7	0,89	1,10
3.2.- Otras participaciones.	4.958	3.494	26,4	13,0	198.676	241.968	34,4	34,2	2,50	1,44
TOTAL CARTERA.	18.772	26.835	100,0	100,0	577.673	706.506	100,0	100,0	3,25	3,80
ACTIVOS TOTALES	2.567	2.656	-	-	30.017	32.838	-	-	8,55	8,09

Nota: el desglose de la posición en renta variable está en millones de pesetas; los activos totales en miles de millones de pesetas.

Fuente: Anuario estadístico de la CECA. Elaboración propia.

14. Para confirmar esta hipótesis, sería necesario separar las participaciones en empresas radicadas en cada una de las Comunidades Autónomas, de las participaciones en empresas ajenas a la región. Esta tarea desborda las posibilidades de este análisis; no obstante, sabemos que la gran mayoría de las participaciones de las cajas andaluzas se mantienen en empresas ubicadas en la Comunidad Autónoma.

zas. En 1993 los activos totales de la Federación Andaluza suponían el 8.09 de los activos totales de la Confederación. Este porcentaje es similar a la proporción que representan las acciones y otros títulos de renta variable (inversión bursátil no participativa). Sin embargo, las participaciones sólo suponen un 1.40 por ciento del total de la Confederación y las participaciones en empresas del grupo apenas un 1.37 por ciento.

La reflexión sobre el desigual comportamiento que se observa en la Federación Andaluza y la Confederación para ambos componentes de la cartera de renta variable, puede ser útil para aclarar, aunque sólo sea en parte, el sentido de la relación causal entre desarrollo económico de las regiones y presencia de las cajas en las actividades de promoción industrial, cuestión esta que en la sección anterior quedó un tanto abierta. Cabe pensar que el comportamiento semejante que se observa en la inversión bursátil no participativa en la Federación Andaluza y la Confederación, podría indicar que las cajas andaluzas no son especialmente adversas a la inversión en estos activos de riesgo, por lo que la escasa participación en el capital de empresas andaluzas sería la consecuencia y no la causa de la debilidad del tejido industrial y de la escasez de proyectos rentables. Los datos sobre la baja tasa de rentabilidad de la cartera de participaciones de las cajas andaluzas que observamos en la sección anterior apuntan en este mismo sentido¹⁵.

Por otra parte, debemos referirnos a la tendencia que parecen dibujar los datos de la Federación Andaluza y de la Confederación en la evolución de la posición de los distintos componentes de la cartera de renta variable. Mientras a nivel nacional se observa un importante crecimiento de la cartera de acciones y otros títulos de renta variable (39.71%) y de la cartera de participaciones (14.53%), en Andalucía crece aún más intensamente la primera (134.20%), pero disminuye de forma significativa la segunda (36.92%).

Resulta difícil interpretar correctamente este hecho. Ahora bien, puesto que en la relación de sociedades participadas que aparece en las memorias anuales de las entidades de 1992 y 1993 apenas existen modificaciones, cabría pensar que en el primer año de vigencia de la Circular del Banco de España 4/1991 se produje-

ron algunas diferencias en la interpretación de la norma. No obstante, no es descartable que la escasa rentabilidad que la Federación Andaluza de Cajas de Ahorros obtiene de su cartera de participaciones, unido a la fuerte penalización que la nueva regulación del coeficiente de recursos propios impone a este tipo de inversión, haya provocado el que estas entidades se desprendan de algunas participaciones que pudieran considerar marginales.

5.2. Tipología de empresas y distribución sectorial de las participaciones en la Federación Andaluza de Cajas de Ahorros.

Para terminar este análisis regional, podría ser interesante conocer el tipo de empresas participadas por las cajas andaluzas, así como la distribución sectorial de su cartera de participaciones. Las memorias anuales de las entidades recogen información sobre ambas cuestiones.

Con respecto al primer interrogante, cabe señalar que en la gran mayoría de los casos se trata de empresas de pequeña dimensión, cuya producción está orientada hacia el mercado local o regional. Algunas empresas participadas se ha creado exclusivamente para prestar servicios a la propia caja (servicios informáticos y de gestión de morosos), y también es bastante frecuente el caso de proyectos en los que las cajas participan conjuntamente con la Administración Local o Regional y con organizaciones empresariales o deportivas de ámbito provincial (sociedades de promoción industrial, de capital riesgo, de garantía recíproca y clubes deportivos). Se trata de empresas, por tanto, que no cotizan en bolsa, que tienen escaso efecto de arrastre en el desarrollo industrial de la región, y que no pertenecen a sectores tecnológicamente avanzados.

Por lo que a la segunda cuestión se refiere, el cuadro 7 recoge tanto el detalle de la posición en diferentes sectores como el porcentaje que cada sector representa sobre el total de la muestra. Para la elaboración de este cuadro, nuevamente se ha hecho uso de la relación de sociedades participadas que aparece en las memorias

15. Téngase en cuenta la observación sobre participaciones en empresas de dentro y fuera de la región que se hizo en la nota anterior.

Cuadro 7. Distribución sectorial de la cartera de participaciones de las cajas de ahorros andaluzas.

	POSICIÓN		VARIACIÓN	% SOBRE TOTAL	
	1992	1993	92/93	1992	1993
Hostelería-Turismo	253	283	11,86	15,69	9,40
Construcción-Inmobiliarias	873	1.043	19,47	54,12	34,65
Enseñanza-Deporte	110	98	-10,91	6,82	3,26
Estudios Económicos	189	189	0,00	11,72	6,28
Prensa	0	111	-	0,00	3,69
Alimentación	0	720	-	0,00	23,92
Promoción Industrial	0	352	-	0,00	11,69
Servicios a Empresas	11	30	172,73	0,68	1,00
Otros	177	184	3,95	10,97	6,11
TOTAL	1.613	3.010	86,61	100,00	100,00
Empresas no Financieras	1.613	3.010	86,61	24,87	36,84
Inversión Mobiliaria	908	779	-14,21	14,00	9,53
Seguros	2.397	2.807	17,10	36,96	34,35
Financieras	754	1.062	40,85	11,63	13,00
Capital-Riesgo	766	465	-39,30	11,81	5,69
S.G.R	48	48	0,00	0,74	0,59
TOTAL GENERAL	6.486	8.171	25,98	100,00	100,00

Notas: Los datos de posición son millones de pesetas; S.G.R. = Sociedades de Garantía Recíproca.

Fuente: Memorias anuales de las entidades. Elaboración propia.

anuales de las cajas andaluzas. En esta relación se especifica el valor contable de cada una de las participaciones que, una vez clasificadas, se han sumado para obtener la posición absoluta en cada sector.

El que no coincidan los datos totales con los del cuadro 6, se debe a que en la mencionada relación de sociedades, a veces se incluyen empresas en las que el porcentaje de participación, siendo significativo, no alcanza el límite que legalmente se exige para incluirlas en la partida del balance correspondiente, pero que representan un fuerte desembolso para la entidad. En la mitad superior del cuadro se recoge la distribución sectorial de la cartera de participaciones en empresas no financieras, y en la mitad inferior la agrupación de estas y el desglose de las empresas de carácter financiero.

Como se puede observar, para los años 1992 y 1993, las empresas no financieras suponían, respectivamente, el 24,87 y el 36,84 por ciento de las participaciones

recogidas en la muestra. El aumento de las participaciones en empresa no financieras se debe a la incursión de las cajas andaluzas en los sectores de prensa, alimentación (adquisición de una participación importante en una empresa aceitera) y promoción de terrenos industriales. Los sectores de mayor peso en la cartera de las cajas de ahorros andaluzas son los de construcción-inmobiliarias, alimentación, promoción industrial (estos dos últimos sectores sólo desde 1993), y turismo-hostelería.

Por lo que se refiere al volumen de participaciones en empresas de carácter financiero, cabe decir que en 1993 apenas han experimentado variación. No obstante, la composición de la cartera se ha alterado de forma apreciable: han crecido las participaciones en empresas de seguros y en entidades de financiación, y han disminuido las mantenidas en sociedades de capital-riesgo (venta por parte de una caja de sus participaciones en SODIAN).

6. Conclusiones.

La participación de las entidades de depósito en el capital de empresas no financieras responde a razones de muy diversa naturaleza. La teoría de la empresa bancaria proporciona algunas hipótesis que ayudan a comprender las decisiones de cartera de las entidades de depósito y sus efectos sobre su posición competitiva y sobre la estabilidad del sistema financiero. Así, la evaluación del *trade-off* rentabilidad/riesgo de las diferentes alternativas de inversión, la hipótesis sobre adquisición de información a través de las participaciones industriales, los efectos que derivan de la concentración y contagio de riesgos, o de los cambios en la regulación de la solvencia, pueden explicar el comportamiento de nuestras entidades en esta materia. Con una perspectiva diferente, algunos estudios sobre la banca se han ocupado del papel que ésta ha podido jugar en los procesos de desarrollo económico.

Siguiendo la tradición del modelo que funcionado en España en los dos últimos siglos, durante el franquismo la banca jugó un importante papel en la promoción de nuevas actividades empresariales. La política de intervención financiera practicada durante casi cuatro décadas, particularmente a través de los coeficientes de inversión obligatoria, hizo que el protagonismo desempeñado por estas entidades en la promoción de nuevas actividades empresariales resultase casi insustituible.

La intensa liberalización a la que se ha sometido el sistema financiero desde la incorporación de España a la Unión Europea, ha provocado un cambio apreciable en la visión que se tiene sobre las relaciones banca-industria. Aunque algunas fuerzas sociales y algunos responsables de economía e industria, tanto de la Administración Central como de las Comunidades Autónomas, siguen viendo en la banca un poderoso instrumento para la promoción industrial, la adaptación de la normativa de recursos propios a las Directivas de la Unión Europea parece querer alejarla de un tipo de negocio que pone en peligro la solvencia de las entidades en períodos de fuerte recesión.

A pesar de la existencia de un entorno financiero mucho más liberalizado, y de que la reforma del coeficiente de recursos propios de 1985 penalizaba fuertemente la tenencia de participaciones industriales, desde mediados de la pasada década se observa que las entidades de depósito españolas mantienen un inte-

rés renovado por las participaciones accionarias. El ciclo alcista de la economía y la revalorización de las cotizaciones bursátiles son factores que han podido influir en este hecho. Sin embargo, la nueva regulación de la solvencia que se ha producido entre 1992 y 1993, que penaliza aún más la tenencia de participaciones industriales, puede estar llevando a las entidades a reconsiderar su posición en el capital de empresas no financieras.

Desde 1986, las cajas de ahorros, que estaban presentes en el sector industrial con menos fuerza que la banca, han sido más activas en la estrategia de penetración en el capital de las empresas. No obstante, se observan grandes diferencias de comportamiento entre las cajas ubicadas en distintas Comunidades Autónomas. Parece existir una correlación positiva entre nivel de desarrollo económico de las regiones y peso de la cartera de renta variable en el balance de las cajas de la federación correspondiente, así como entre peso de la cartera y tasa de rentabilidad de la inversión en acciones y participaciones.

Las participaciones accionarias de La Federación Andaluza de Cajas de Ahorros son bastante escasas, lo que es consistente con el nivel de desarrollo económico de la Comunidad. Las empresas participadas por las cajas andaluzas suelen ser de pequeña o mediana dimensión, no cotizan en bolsa, y sus producciones se orientan frecuentemente hacia el mercado local o regional. Son, por tanto, empresas con escaso efecto de arrastre en el desarrollo industrial y pertenecientes a sectores de tecnología poco avanzada. Alimentación, Construcción-Inmobiliarias y Hostelería-Turismo, son los sectores que absorben una proporción más alta de recursos.

Las cajas andaluzas, por otra parte, se han implicado en la promoción industrial de la región mediante el apoyo a ciertas entidades que directamente vienen jugando este papel. Así, en cooperación con la Junta de Andalucía o con las Administraciones Locales, han participado en la creación de sociedades de capital-riesgo y sociedades de garantía recíproca. Sin embargo, a juzgar por el volumen de recursos que han comprometido en estas iniciativas, no parece que de las mismas pudiera derivarse un efecto muy significativo sobre el desarrollo de la actividad productiva.

En términos de balance, las participaciones se han reducido lo largo de 1993, pero la inversión bursátil

no participativa ha crecido significativamente, alcanzando un peso similar al promedio de la CECA. Esto podría señalar que las cajas andaluzas no tienen más aversión al riesgo que las cajas de otras federaciones regionales, por lo que el escaso peso de las participaciones en empresas andaluzas sería la consecuencia y no la causa del retraso económico relativo de nuestra

Comunidad: la escasez de tejido empresarial y de proyectos rentables dificultaría la penetración de las cajas en el capital de empresas no financieras. Por tanto, las cajas andaluzas se habrían comportado en consonancia con las hipótesis proporcionadas por la teoría de la empresa bancaria.

Referencias bibliográficas

- AOKI (ed.) (1984), *The Economic Analysis of the Japanese Firm*, North-Holland, New York.
- BLANCH, J. GARRIDO, A. y SANROMA, E. (1990), "Las relaciones banca-industria y su incidencia sobre la eficiencia bancaria", *Economía Industrial*, Marzo-Abril, Págs. 85-94.
- BENGOECHEA, J. (1990): "Desafíos y respuestas en la banca española", *Papeles de Economía Española*, núm. 44.
- BENGOECHEA, J. y PIZARRO, J. (1993): "Las nuevas fronteras del negocio bancario", *Papeles de Economía Española*, núm. 54.
- CUADRADO, J.R. y VILLENA, J. (1977): *Las cajas y los desequilibrios regionales*, Instituto de Desarrollo Regional, Universidad de Sevilla.
- CHULIA, C. (1990), "Las participaciones del sistema bancario en las empresas no financieras", *Papeles de Economía Española*, número 44, págs. 73-86.
- MARTÍN, M., CARBÓ, S. y SÁEZ, F.J. (1994): *Las participaciones accionarias de las entidades de depósito españolas, 1962-1992*, Fundación FIES, Madrid.
- MINGO, J.J. y WOLKOWITZ, B. (1977), "The Effects of Regulation on Bank Balance Sheet Decisions", *Journal of Finance*, 32, December, págs. 1605-1611.
- SÁEZ, F.J., MARTÍN, M. y CARBO, S. (1995): "Ciclo económico, dimensión y cartera de renta variable de las entidades de depósito en España: algunas consideraciones", *Perspectivas del Sistema Financiero*, núm. 48, Madrid.
- SÁNCHEZ ASIAÍN, J.A. (1987): *Reflexiones sobre la banca. Los nuevos espacios del negocio bancario*, Real Academia de Ciencias Morales y Políticas, Madrid.
- SINKEY, J.F. Jr (1989), *Commercial Bank Financial Management in the Financial Services Industry*, Macmillan, New York.
- STEINHERR, A. y GILIBERT, P.L. (1989), "The impact of financial market integration on the European banking industry", Centre for European Policy Studies (CEPS), *Research Report*, Number 1, Brussels.
- TORTELLA, G. (1972), "Spain 1829-1874", in R. Cameron (ed.), *Banking and Economic Development: Some Lessons of History*, Oxford University Press, pág. 91-121.