

TRANSFERENCIAS DE RIQUEZA Y EFECTO CONTAGIO
ANTE CRISIS BANCARIAS. IMPLICACIONES PARA
LAS RELACIONES BANCA-INDUSTRIA

Doc. 175/99

Victor Manuel González Méndez
Francisco González Rodríguez

***TRANSFERENCIAS DE RIQUEZA Y EFECTO CONTAGIO ANTE
CRISIS BANCARIAS. IMPLICACIONES PARA LAS RELACIONES
BANCA-INDUSTRIA****

Víctor Manuel González Méndez

Francisco González Rodríguez

Dpto. Administración de Empresas y Contabilidad

Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

Universidad de Oviedo

** Este trabajo se ha beneficiado de la ayuda financiera proporcionada por la DGES, proyecto n° PB96-0539.*

Resumen

Este trabajo analiza el efecto de crisis bancarias cuando los bancos participan en el capital de las empresas. Se estudian los efectos que ante el anuncio de insolvencia de Banesto experimentan las acciones de sus empresas industriales, de los restantes bancos y de las empresas industriales participadas por los demás bancos. Los resultados muestran la pérdida de valor de las empresas de Banesto ante la amenaza de ruptura de una relación estable y la existencia de un efecto competencia positivo para las empresas industriales de otros bancos que no compensa la transferencia de riqueza que para los demás bancos origina el saneamiento de Banesto. Los resultados contrarios a la existencia de un efecto pánico avalan la eficacia del sistema de seguro de depósitos que, sin embargo, impone transferencias de riqueza a los bancos con menor riesgo.

1. Introducción

La resolución de problemas de insolvencia financiera en entidades bancarias es una cuestión que ha centrado el interés de reguladores e investigadores. Así, la autoridad estatal desempeña un papel protagonista que no asume cuando empresas industriales se enfrentan a problemas de insolvencia. La intervención realizada ante crisis bancarias pretende evitar las consecuencias negativas que para las restantes entidades bancarias tendría un efecto pánico entre los depositantes y la disminución de valor que origina en los deudores que mantienen relaciones financieras estables con la entidad insolvente al anticipar el mercado mayores costes de riesgo moral y selección adversa en las relaciones que tengan que iniciar con nuevos y menos informados aportantes de fondos.

En este trabajo se pretende analizar de forma conjunta las consecuencias que la crisis de una entidad financiera como Banesto tiene sobre los demás bancos competidores y sobre las empresas con las que mantiene relaciones más estables a través de la participación en su capital. Los resultados obtenidos permiten evaluar la eficiencia de los mecanismos diseñados para actuar en crisis bancarias, como es el Fondo de Garantía de Depósitos (FGD), y establecer implicaciones sobre las consecuencias de relaciones estrechas entre la banca y la industria.

Respecto al efecto de una crisis bancaria sobre los demás bancos se han señalado dos potenciales efectos opuestos (Lang y Stulz, 1992). Por una parte, la crisis de una entidad puede potencialmente incrementar el valor de las restantes empresas redistribuyendo riqueza de la entidad insolvente a sus competidores (*efecto competencia*). Así, el anuncio de insolvencia puede revelar que dicha entidad ha perdido eficiencia y que la posición competitiva de las otras empresas en la industria ha mejorado. Es decir, si la escasa rentabilidad de una entidad tiene su origen en la gestión acertada de las demás, el anuncio de insolvencia transmite información sobre la calidad de la gestión relativa de unos bancos respecto a otros. Además, los costes indirectos de quiebra pueden hacer a la entidad insolvente perder más eficiencia y, en consecuencia, crear oportunidades rentables para los otros bancos.

Junto al efecto competencia positivo mencionado, el anuncio de crisis en una entidad también puede originar caídas en los precios de las acciones de las restantes entidades por un efecto contagio. Este efecto ocurriría cuando el anuncio de insolvencia revela información negativa sobre componentes de los flujos de caja que son comunes a todos los bancos y, en consecuencia, disminuye las expectativas del mercado sobre la rentabilidad de los demás bancos. Por tanto, el contagio requiere que la insolvencia financiera sea causada no por factores específicos al banco insolvente sino por factores sistemáticos que también afecten a las restantes entidades. En el efecto contagio pueden distinguirse dos situaciones diferentes. Un efecto de puro pánico bancario o un efecto contagio informativo. En los modelos de pánico bancario (Diamond y Dybvig, 1983; Gorton, 1985; y Chari y Jagannathan, 1988) los inversores infieren del anuncio de insolvencia información negativa sobre algún factor que afecta de forma sistemática al negocio bancario. La disminución de valor del banco reduce la probabilidad de recuperar los depósitos y aumenta los incentivos de los depositantes a retirarlos. En este escenario, cada depositante encuentra óptimo retirar los depósitos de forma inmediata al anticipar que si los demás lo hacen no recuperará sus fondos. De esta forma, los depositantes no informados sobre el factor sistemático causante de la insolvencia retiran sus fondos al observar que otros depositantes retiran los suyos, incluso aunque estas retiradas no estén basadas en información. Así, estas retiradas encadenadas pueden provocar pérdidas en los bancos al tener que liquidar activos rentables y llevar al fracaso de los mismos cuando quiebra otro banco.

Por otra parte, el efecto contagio informativo (Jacklin y Bhattacharya, 1988) supone que los depositantes pueden distinguir entre distintas características de las entidades bancarias o valorar el riesgo sistemático de los activos de los distintos bancos y que el anuncio de una crisis bancaria transmitiría información negativa sobre los bancos de características más similares al insolvente sin que otros bancos con activos diferentes experimentaran retiradas de sus depositantes.

En el sector bancario el efecto competencia ha recibido escasa atención y ha sido el efecto contagio quien ha centrado la atención de investigadores y reguladores. Así que, mientras en el sector industrial se cuestiona el carácter positivo o negativo que sobre las empresas competidoras tiene el anuncio de una insolvencia dependiendo del dominio del efecto competencia o del efecto contagio (Lang y Stulz, 1992), en el sector financiero los estudios parten de la existencia de un efecto contagio negativo tratando de analizar si dicho resultado responde a un efecto pánico o a un efecto contagio informativo¹.

El establecimiento de una garantía parcial de los depósitos pretende mitigar el efecto pánico al asegurar la devolución de los fondos independientemente del comportamiento de los demás depositantes². Esta garantía provoca un problema de riesgo moral ya que al no exigir los depositantes una prima por riesgo y al ser las primas que los bancos pagan por el seguro independientes del nivel de riesgo de los depósitos, los bancos maximizan su valor incrementando su nivel de riesgo (Merton, 1977; Keeley, 1990), con lo que se expropia riqueza del seguro y de las entidades que financian el mismo al ser quien tendría que hacer frente a la devolución de los depósitos garantizados en caso de una más probable quiebra del banco. Esto obliga a la supervisión de los bancos centrales y a la creación de una regulación limitadora del riesgo en los bancos³. Así, cuando se manifiesta una insolvencia bancaria y el seguro ha de intervenir es la constatación de

¹ Véanse Aharony y Swary (1996), Karafiath y Glascock (1989), Madura y Tucker (1991), Swary (1986), Wall y Peterson (1990).

² La garantía parcial del FGD puede convertirse implícitamente en una garantía total atendiendo a la historia de las crisis bancarias en las que el sistema bancario ha garantizado el 100% de los depósitos del banco insolvente. Dicho comportamiento responde a la creencia de que cuando el banco es "demasiado grande" ("too big to fail") las pérdidas de bienestar social originadas en caso de ausencia de garantía total son mayores, y que en Estados Unidos se ha plasmado en el reconocimiento expreso de una garantía total para los mayores bancos (O'Hara y Shaw, 1990).

³ Véase Greenbaum y Thakor (1995) para una revisión de los objetivos y efectos de la regulación bancaria.

una transferencia de riqueza de los demás bancos al banco insolvente. Además, la transferencia de riqueza realizada por cada banco será mayor cuanto menor sea su nivel de riesgo.

Esta transferencia de riqueza provocada por el FGD puede explicar parte de la reacción negativa que el anuncio de una insolvencia bancaria produce en los demás bancos y que en estudios anteriores ha sido atribuida enteramente al efecto contagio. La contribución de este trabajo es discriminar entre ambos efectos negativos al analizar la reacción negativa experimentada por las acciones de los restantes bancos ante el anuncio de intervención de Banesto por el Banco de España.

Además de un posible efecto contagio negativo sobre los demás bancos, la crisis de una entidad financiera también puede imponer costes a sus deudores al incrementárseles los problemas de selección adversa y de riesgo moral cuando el banco insolvente es el agente mejor informado sobre la calidad crediticia del deudor. De esta forma, el mantenimiento de la entidad insolvente puede justificarse no sólo con el fin de evitar pánicos bancarios sino para conservar los beneficios generados en el establecimiento de relaciones duraderas con sus deudores. La ventaja de los bancos para obtener información y supervisar al deudor ha sido utilizada en diferentes modelos de intermediación financiera para justificar su existencia. Además, como la eficiencia en la realización de tal función depende positivamente de la duración de la relación, el establecimiento de relaciones a largo plazo entre bancos y empresas pueden justificarse por la reducción de problemas de selección adversa y de riesgo moral que permite la creación de mecanismos de reputación en un horizonte de transacciones repetidas (Fama 1985; John y Nachman, 1985; Sharpe, 1990; Diamond, 1991a, 1991b; Rajan, 1992). Por tanto, si la insolvencia de una entidad bancaria supone un incremento de la probabilidad de ruptura de las relaciones estables mantenidas con sus deudores⁴, también éstos experimentarán una disminución de su valor al anticipar mayores costes de riesgo moral y selección adversa en las relaciones que tengan que iniciar con nuevos aportantes de fondos.

⁴ Aunque la insolvencia del banco no termine con la liquidación del mismo sino con el reflatamiento de la entidad, el cambio de equipo directivo que tiene lugar supondrá el replanteamiento o análisis de las participaciones efectuadas, incrementándose en cualquier caso la probabilidad de no renovar o liquidar las inversiones realizadas con los clientes actuales.

En este sentido, la participación bancaria en el capital de empresas constituye el vínculo más estrecho de la banca con la industria que ha caracterizado de forma tradicional y distintiva al sector bancario español y cuyos efectos están sometidos a un amplio debate⁵. Por tanto, el análisis del efecto que el anuncio de intervención de Banesto provoca en las acciones de las empresas industriales en cuyo capital participaba como uno de los accionistas principales nos permite conocer la función realizada por dicho banco (Slovin, Sushka y Polonchek, 1993). Así, si el banco es un inversor pasivo que no obtiene información privada de la empresa y/o la empresa no obtiene cuasirentas de la relación específica que mantiene con la entidad bancaria, no deberían existir cambios en el valor de las acciones de las empresas ante el anuncio de insolvencia del banco. Por el contrario, si el banco que mantiene relaciones estables con la empresa y como consecuencia es el agente mejor informado sobre la calidad de la misma, el anuncio de insolvencia del mismo supondrá una mayor probabilidad de ruptura de la relación que disminuirá el valor de las acciones de las empresas en las que el banco insolvente realiza tales funciones.

De esta forma existe evidencia sobre que las relaciones estables entre bancos y empresas a través de la concesión de créditos genera efectos positivos para los prestatarios al proporcionar servicios de evaluación y supervisión que les reduce el coste de la financiación respecto a fuentes de fondos menos informadas⁶. Nosotros ampliamos esta evidencia al extenderla a relaciones establecidas no sólo a través de la concesión de préstamos sino también a través de la participación en el capital de la empresa.

El resto del trabajo se estructura de la forma siguiente: en la próxima sección discutimos las hipótesis sobre el comportamiento del precio de las acciones pronosticadas por cada uno de los diferentes efectos. La sección 3 describe la metodología y muestra empleada para analizar la cotización de las acciones. Los diferentes resultados obtenidos para el sector bancario y el sector industrial son analizados en la sección 4, para terminar presentando las conclusiones en la sección 5.

⁵ Véase Gual (1992) y Chuliá (1990).

⁶ Véanse, entre otros, James (1987), James y Wier (1990), Slovin, Sushka y Hudson (1988), Slovin, Sushka y Polonchek (1993), Slovin y Young (1990) y Berger y Udell (1995).

2. Hipótesis

El valor de relaciones estables entre bancos y empresas puede analizarse por la reacción del precio de las acciones industriales cuando la insolvencia del banco dificulta la continuidad de las mismas⁷. Así, si el banco es el agente mejor informado sobre la calidad real de la empresa y reduce problemas de selección adversa y riesgo moral del deudor, el incremento de probabilidad de ruptura de la relación debería traducirse en una caída del valor de las acciones de las empresas industriales en las que participa. Por el contrario, si los bancos sólo operan con información pública de las empresas en las que participa o si extrae todas las cuasirentas de la relación específica, el anuncio de insolvencia del banco no debería afectar en promedio al precio de las acciones de las empresas participadas. De esta forma, nuestra primera hipótesis es la siguiente:

Hipótesis 1. La existencia de beneficios de la participación de bancos en el capital de empresas provocaría reacciones negativas en el valor de las empresas participadas ante anuncios de insolvencia del banco.

Respecto al efecto de una crisis bancaria sobre los demás bancos, será la suma del efecto competencia, del efecto contagio y/o del efecto transferencia de riqueza. La importancia relativa de dichos efectos puede contrastarse analizando las rentabilidades anormales experimentadas por las acciones de las restantes entidades bancarias al predecir estos efectos consecuencias diferentes. Así, el efecto beneficioso derivado de la pérdida de un competidor (efecto competencia) se traduciría en rentabilidades anormales positivas de las acciones de las restantes entidades competidoras no quebradas, mientras que el predominio de un efecto contagio y/o de un efecto transferencia de riqueza originaría rentabilidades anormales negativas. Por tanto, nuestra segunda hipótesis es la siguiente:

Hipótesis 2. El predominio del efecto competencia (efecto contagio y/o transferencia de riqueza) ante el anuncio de crisis de un banco provocaría un incremento (disminución) en el valor de las acciones de las restantes entidades bancarias.

Sin embargo, las características de las reacciones negativas pronosticadas por el efecto contagio y de transferencia de riqueza serían diferentes según que estuviéramos ante un

⁷ Es preciso controlar la posibilidad que la insolvencia del banco y, por tanto la posibilidad de ruptura, esté originada por la mala marcha de las empresas participadas, ya que en ese caso el precio de las acciones industriales no sólo estaría incluyendo los efectos de la pérdida de la relación sino la nueva información negativa que sobre su situación transmite la quiebra del banco.

efecto de puro pánico bancario, ante otro de contagio informativo o ante una transferencia de riqueza de los demás bancos ante el saneamiento de la entidad insolvente. Así, mientras el efecto pánico predice rentabilidades anormales indiscriminadamente negativas para todas las entidades, el efecto contagio informativo predice reacciones negativas para las acciones de aquellas entidades más similares a la insolvente y la hipótesis de transferencia de riqueza predice diferentes reacciones negativas en función de la transferencia realizada. Por tanto el siguiente paso consiste en identificar las características o variables observables que utiliza el mercado para analizar la similitud y la transferencia de riqueza, y que debieran estar relacionadas con las rentabilidades anormales observadas. En este trabajo mostramos que el tamaño, capitalización contable y oportunidades de inversión del banco están relacionados con la disminución de valor que sufren las acciones bancarias ante el anuncio de insolvencia de otro banco. Por tanto, nuestra tercera hipótesis es la siguiente:

Hipótesis 3. El efecto pánico provocaría reacciones indiscriminadamente negativas en todas las acciones bancarias, mientras que el efecto contagio informativo y el de transferencia de riqueza provocarían que las rentabilidades anormales variasen entre las entidades bancarias. Concretamente en los dos últimos casos se espera una relación entre las rentabilidades anormales experimentadas por los bancos y las características observables de los mismos que los inversores utilizan, respectivamente, para evaluar la solvencia de la entidad y la transferencia de riqueza que origina el sistema de seguro.

Adicionalmente, el comportamiento del precio de las acciones de las empresas industriales participadas por bancos competidores del insolvente nos permite ofrecer evidencia adicional para discriminar entre el efecto contagio y el de transferencia de riqueza en caso de crisis bancarias. La reacción del precio de las acciones de las empresas industriales participadas por otros bancos competidores dependerá de si predomina un efecto contagio o un efecto transferencia riqueza. Si la caída del precio de las acciones bancarias está provocado por la transmisión de información que afecta de forma negativa a todos los demás bancos, aumentando su probabilidad de insolvencia (efecto contagio), las empresas industriales también experimentarán reacciones negativas ya que aumenta la probabilidad de ruptura de las relaciones estables mantenidas y se les imponen mayores costes de riesgo moral y selección adversa al

tener que iniciar relaciones financieras con nuevos aportantes de fondos menos informados.

Sin embargo, si lo único que se manifiesta es la transferencia de riqueza del FGD, las empresas industriales de los bancos competidores no deben experimentar reacciones negativas ya que no varía la probabilidad de mantenimiento de la relación establecida. Esta diferente reacción del precio de las acciones de empresas industriales participadas por otros bancos nos permite establecer nuestra última hipótesis:

Hipótesis 4. La hipótesis del contagio provocaría reacciones negativas del valor de las acciones de empresas industriales participadas por aquellos otros bancos que sufran el contagio.

3. Metodología y Muestra

3.1. Descripción del evento

Los problemas financieros de Banesto comenzaron a manifestarse durante 1993 al anunciar el banco que no pagaría dividendo a cuenta, dedicando la totalidad del cash-flow de la entidad al saneamiento de su balance, en especial a la cobertura de los créditos morosos. Esta política, junto con la contención de los gastos de explotación, respondía al plan de saneamiento de la cartera de créditos elaborado tras conversaciones entre el Banco de España y Banesto, en las que también se contempló un ajuste progresivo de la concentración de riesgos industriales. El 28 de diciembre de 1993 se produjo la intervención de Banesto por el Banco de España, que tuvo como consecuencia la sustitución de todos los órganos de administración del banco de acuerdo con la Ley de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito; previamente la Comisión Nacional del Mercado de Valores había suspendido la cotización del banco en Bolsa.

Según el Banco de España, la crisis de la entidad tuvo su origen en la desmedida expansión crediticia entre 1988 y 1991, la no afloración de créditos morosos, la excesiva apelación al interbancario, la fuerte concentración de riesgos, la existencia de activos con nula rentabilidad e importantes gastos (Cinco Días, 31/12/93). Esta política de expansión crediticia también había sido seguida por el resto de la banca aunque en una

intensidad menor, ya que Banesto aumentó un 109% su inversión crediticia y la gran banca lo hizo en un 55% (Expansión, 5/01/94).

Tras la intervención, el Banco de España garantizó la liquidez a todos los depositantes de la entidad y para asumir, también, el pago de operaciones pendientes, con el objetivo de evitar una retirada masiva de los depósitos de la entidad y posibles consecuencias negativas sobre la totalidad del sistema financiero, no obstante la entidad experimentó una importante retirada de depósitos –unos 510.000 millones– (Expansión, 8/02/94).

La solución asumida fue la adquisición, de forma transitoria, de la mayoría del capital –aproximadamente el 70%– por el FGD a través de una ampliación de capital –180.000 millones– para posteriormente subastar esa participación entre los grandes bancos, y que, finalmente, fue adquirida por el Banco de Santander en competencia con las ofertas de BBV y Argentario. Por otra parte, el plan de refluotamiento incluía saneamientos con cargo a Banesto y al FGD que además se comprometió a responder frente al adjudicatario de Banesto de las consecuencias económicas desfavorables que resultasen de procedimientos que se iniciasen contra el banco en el plazo de dos años, siempre que tuvieran su origen en acontecimientos acaecidos con anterioridad a la adjudicación, de efectos derivados de circunstancias no conocidas con anterioridad a la subasta y que, de haber sido públicas, hubieran determinado la falta de interés por la compra de Banesto, así como de los resultados económicos desfavorables que procediesen de contingencias fiscales.

3.2. Metodología

Las rentabilidades anormales diarias experimentadas por las acciones de las entidades bancarias en torno al 28 de diciembre de 1993, día de la intervención del Banesto por parte del Banco de España (AR_{jt}) se estiman utilizando la metodología estándar de estudio de acontecimientos con rentabilidades diarias. El modelo de mercado se estimó a partir de las 170 cotizaciones comprendidas entre el 12-03-93 y el 17-11-93, $t = (-195, -26)$. Para la estimación del modelo de mercado y con el fin de considerar la influencia del sector bancario en la rentabilidad del mercado se duplicaron las estimaciones utilizando tanto un índice equiponderado como un índice de mercado ponderado por capitalización. Los resultados muestran que éste último es un mejor predictor de la rentabilidad de los títulos en el caso del sector bancario mientras que el índice

equiponderado ofrece mayores R^2 ajustados en la estimación del modelo de mercado para las empresas industriales.

Para corregir los potenciales sesgos que la existencia de retrasos en el ajuste de precios introduciría en la estimación de las betas y en la especificación de los contrastes del estudio de acontecimientos⁸, se analizaron las reacciones del precio de las acciones corrigiendo la estimación de las betas según Cohen *et al.* (1983).

De esta forma, el estimador de la beta utilizado ha sido el siguiente:

$$\hat{\beta}_j = \frac{b_j^o + \sum_{n=1}^N b_{j+n}^o + \sum_{n=1}^N b_{j-n}^o}{1 + \sum_{n=1}^N b_{M+n}^o + \sum_{n=1}^N b_{M-n}^o} \quad [1]$$

donde b_j^o , b_{j+n}^o , b_{j-n}^o , b_{M+n}^o y b_{M-n}^o son los estimadores OLS de las betas observadas β_j^o , β_{j+n}^o , β_{j-n}^o , β_{M+n}^o y β_{M-n}^o respectivamente.

Los AR_{jt} de cada título son consolidados para cada día de la ventana del evento ($t=-25,+25$) para obtener la rentabilidad anormal de la cartera:

$$AR_{pt} = \frac{1}{N} \sum_{j=1}^n AR_{jt} \quad [2]$$

Las rentabilidades anormales diarias se acumulan para el intervalo de tiempo (a,b) donde se observen mayores reacciones de los precios de las acciones:

$$CAR_{pa,b} = \sum_{t=a}^b AR_{pt} \quad [3]$$

Puesto que el anuncio de la intervención de Banesto ocurre en un única fecha y que la muestra de entidades bancarias sólo contiene empresas de un único sector de actividad, no se puede suponer que las rentabilidades anormales de las distintas entidades sean transversalmente independientes. La consecuencia de utilizar los contrastes estándar de

⁸ Véanse, entre otros, Cowan y Sergeant (1996) y Maynes y Rumsey (1993) para una revisión de las consecuencias de la presencia de contratación infrecuente sobre los test típicos del estudio de acontecimientos. Además la correlación serial de los rendimientos de los títulos o el retraso en el ajuste de precios puede existir aunque el título cotice todos los días hábiles, debido a las "fricciones" del mercado señaladas en Cohen *et al.* (1983).

la metodología de eventos en este caso⁹ sería rechazar demasiado frecuentemente la ausencia de rentabilidades anormales.

Para corregir este efecto se utiliza un estadístico basado en la desviación típica estimada para la cartera de empresas de cada muestra a partir de las rentabilidades anormales en el periodo de estimación: Así, el estadístico utilizado para contrastar la hipótesis nula de que la rentabilidad anormal (AR_t) durante los días en torno al evento es igual a cero ha sido el siguiente:

$$t = \frac{AR_{pt}}{S(AR_{pt})} \quad [4]$$

donde $S(AR_{pt})$ es la desviación típica.

Esta definición del estadístico es consistente con la formulación de Brown y Warner (1985) y ha sido ampliamente utilizado en estudios de acontecimientos con fechas del anuncio coincidentes en el tiempo al mostrarse apropiado para aquellos acontecimientos cuyas fechas estén lo suficientemente cerca para violar la hipótesis de independencia entre las rentabilidades anormales de distintos títulos¹⁰.

Finalmente, la estimación de la desviación estándar se ajusta por la autocovarianza que puede existir entre las rentabilidades anormales debido también a su estimación en el mismo periodo de tiempo para todos los títulos. El estadístico utilizado es el siguiente (Bruner y Simms, 1987):

$$t = \frac{CAR_{pa,b}}{[T \cdot Var(AR_p) + 2 \cdot (T-1) \cdot Cov(AR_{pt}, AR_{pt+1})]^{1/2}} \quad [5]$$

Donde:

$$T = a - b + 1$$

$$Var(AR_{pt}) = \frac{1}{170} \sum_{t=-195}^{-26} (AR_{pt} - \overline{AR_p})^2$$

⁹ *Event-date clustering* siguiendo la terminología de Brown y Warner (1985).

¹⁰ Véanse, entre otros, Bruner y Simms (1987), Madura y Tucker (1991), O'Hara y Shaw (1990) y Wall y Peterson (1990).

$$Cov(AR_{pt}, AR_{pt+1}) = \frac{1}{170} \left[\sum_{t=-195}^{-26} (AR_{pt} - \overline{AR_p})(AR_{pt+1} - \overline{AR_p}) \right]$$

3.3. Muestra

La rentabilidad anormal experimentada por las acciones bancarias se estima para las 20 entidades admitidas a cotización en la Bolsa de Madrid que no presentan problemas de contratación infrecuente¹¹ (véase cuadro 1).

{INSERTAR CUADRO 1}

Las empresas industriales en las que Banesto era uno de los cinco mayores accionistas son las recogidas en el cuadro 2. Se excluyeron aquellas empresas que estuvieron sometidas a procesos de suspensión de pagos y de quiebra con el fin de impedir que el efecto sobre las empresas industriales de la ruptura de la relación se viese contaminado por la información negativa que la manifestación de la insolvencia produciría en el valor de las propias acciones industriales. También se excluyeron aquellas empresas que no cotizaban durante la ventana de estimación y en las que el problema de contratación infrecuente durante el periodo de estimación era tan severo que impedía obtener parámetros significativos en la estimación del modelo de mercado.

La participación de Banesto en estas empresas no se limitaba al capital sino también a la concesión de préstamos, con lo que Banesto era uno de los principales acreedores de dichas empresas¹².

{INSERTAR CUADRO 2}

Dado que se pretende discriminar entre el efecto contagio y el de transferencia de riqueza como consecuencia de crisis bancarias se han seleccionado para su inclusión en una muestra adicional las empresas industriales en las que un banco era uno de los cinco

¹¹ Las únicas entidades excluidas por este motivo han sido Bankoa y B.N.P.

¹² Aunque no ha sido posible identificar la posición acreedora de Banesto en todas las empresas participadas existen noticias que sugieren tal vinculación. Así, Tudor tenía créditos del grupo Banesto por más de 8.000 millones (Expansión, 30/12/93), Urbis 64.000 millones (Expansión, 12/05/94), así mismo el 57,35% de la deuda a corto plazo de Agroman procedía de Banesto (Cinco Días, 20/06/94). De esta forma, el importe de créditos y avales a sociedades de su grupo suponía a finales de 1993 en torno a 224.000 millones (El Mundo, 20/04/94).

mayores accionistas. Dichas empresas, así como el porcentaje de participación del banco son mostradas en el cuadro 3. La información ha sido obtenida de los datos de participaciones significativas recopilados por la C.N.M.V a 31-12-93.

{INSERTAR CUADRO 3}

4. Resultados

4.1. Costes de insolvencia con relaciones estables entre banca e industria

Los principales resultados obtenidos del análisis de la reacción de la rentabilidad de las acciones ante el anuncio de la intervención de Banesto por el Banco de España son presentados en el cuadro 4.

{INSERTAR CUADRO 4}

El día de la intervención de Banesto (28/12/1993), y antes de la suspensión de la cotización, las acciones de Banesto experimentaron una rentabilidad del -6,56% que fue del -57,14% tomando el precio de cierre de la primera sesión en la que volvió a cotizar¹³. Las rentabilidades anormales obtenidas según el modelo de mercado estimado en ese mismo periodo son, respectivamente, del -4,13% y del -73,89%.

El efecto negativo en el valor de las acciones del banco insolvente tiene su origen en el incremento del valor actual de los costes de quiebra y en que el anuncio de insolvencia transmite información sobre el valor real de la entidad. Además, la existencia de rentabilidades anormales negativas para las acciones de Banesto en el día de la intervención y también con posterioridad al mismo refleja que la situación de insolvencia del banco no había sido totalmente anticipada por el mercado con anterioridad a la intervención del mismo¹⁴.

Además, las empresas con cotización oficial en las que Banesto era el principal accionista experimentaron una rentabilidad anormal acumulada durante los días ($t=-$

¹³ Puesto que las acciones de Banesto reanudaron su cotización el 02/02/1994, este último dato correspondería a 24 días de negociación.

¹⁴ Parte de la situación de insolvencia de Banesto pudiera haber sido anticipada por el mercado a partir de la decisión de no repartir dividendo a cuenta (El País, 11-12-93) y por la rebaja de varias calificaciones crediticias por parte de las agencias de rating de mayor prestigio (Gaceta de los Negocios, 12-06-93; El País, 12-08-93 y 16-12-93 y Expansión, 22-12-93).

1,0,1) en torno a la intervención de Banesto del -43%. Las rentabilidades anormales acumuladas durante el periodo (-25,+25) son representadas en el gráfico 1.

{INSERTAR GRÁFICO 1}

Este resultado es consistente con la hipótesis que las empresas participadas por el banco son un *stakeholder* de la entidad y que el establecimiento de relaciones a largo plazo a través de participaciones en el capital genera valor para las empresas, con lo que un aumento de la probabilidad de ruptura¹⁵ tras la insolvencia del banco impone también costes a las empresas industriales en las que participa.

Sin embargo, la reacción negativa del precio de las acciones del banco quebrado no revela qué parte de la información transmitida por el anuncio de insolvencia es específica a la empresa y cuál corresponde al sector. Para responder a esta cuestión así como para conocer la incidencia del efecto competencia, del efecto contagio y/o de la transferencia de riqueza que impone el saneamiento de la entidad insolvente, es preciso analizar el efecto del anuncio sobre el valor de las acciones de las restantes entidades bancarias.

4.2. Efecto sobre bancos competidores

Las rentabilidades anormales acumuladas experimentadas por las acciones de las restantes entidades bancarias durante el periodo (-25, +25) son mostradas en el gráfico 2. Dichas rentabilidades son negativas a partir del momento en el que se hace pública la intervención del Banco de España y son del -2% en el periodo de tres días, $t=(-1,0,1)$, que rodea al de la intervención. La mayor parte de la reacción negativa se centra en el día posterior a la intervención, $t=1$, en el que las acciones experimentan una rentabilidad anormal del -1,4%.

{INSERTAR GRÁFICO 2}

Dicho comportamiento del precio de las acciones bancarias es contrario al dominio de un efecto competitivo positivo para las restantes entidades bancarias tras la crisis de

¹⁵ El ajuste de la concentración de riesgos industriales de Banesto constituía una de las principales exigencias del Banco de España, con lo que la sustitución del consejo de administración por la autoridad supervisora transmitiría información sobre la antelación del proceso de reducción de participaciones industriales (Cinco Días, 29/12/93). La normativa bancaria comunitaria impone a las participaciones industriales de los bancos un límite del 40% de los recursos propios de la entidad que en el caso de Banesto no se cumplía al representar el 52%.

Banesto y muestra el predominio del efecto negativo que la amenaza de contagio y/o la transferencia de riqueza tiene en el sector bancario. El menor peso relativo del efecto competencia puede tener su origen en varias razones. Por una parte, el apoyo que los demás bancos realizan al quebrado con la aportación de fondos disminuiría el carácter positivo del efecto competencia al pagar por anticipado el beneficio futuro derivado de la pérdida de un competidor. Además, el efecto competencia será mayor en aquellos sectores donde sea mayor la probabilidad de que la insolvencia termine con la liquidación de la entidad o la eliminación del competidor. En este sentido, la intervención del FGD tendente a mantener la entidad insolvente hace que la probabilidad de desaparición del competidor y, en consecuencia, el efecto competencia sea reducido. Por otra parte, la importancia de la nueva información negativa transmitida por el anuncio de insolvencia bancaria es mayor que en un caso de insolvencia industrial al ser más discontinua la comunicación de los resultados que de la supervisión de cada banco realiza el Banco de España en relación a la que los bancos realizan sobre las empresas industriales. Así, en el caso de las empresas industriales el mercado recibe información de la supervisión realizada por los bancos cada vez que éstos deciden renovar, cancelar o conceder por primera vez un préstamo a las empresas, mientras que no existe tal publicidad para la supervisión bancaria realizada por el Banco de España. Además, un último factor que puede atenuar la importancia relativa del efecto competencia en el sector bancario respecto al industrial es la existencia de un efecto pánico de los depositantes no tiene equivalente en los clientes de las empresas industriales cuando quiebra un competidor.

Con el objetivo de analizar la naturaleza del efecto negativo en el valor de las acciones de las restantes entidades bancarias y conocer la importancia relativa que en el mismo tiene el efecto pánico, el contagio informativo y/o el de la transferencia de riqueza originada por el FGD, se realiza un análisis de regresión múltiple.

En caso de un pánico bancario los demás bancos debieran experimentar rentabilidades anormales negativas independientemente del nivel de solvencia de la entidad ya que los depositantes retiran sus fondos ante el temor de que otros lo hagan antes que ellos bajo la creencia que la crisis del banco ha sido provocada por un factor sistemático que también afecta a todos los demás bancos.

Sin embargo, bajo un efecto contagio informativo serían los bancos más similares al quebrado quienes experimentan mayores reacciones negativas, pronosticándose una relación entre los excesos de rentabilidad y las características observables de los bancos que actúen como proxy de la información utilizada por un depositante racional para valorar el riesgo o solvencia de la entidad. Se han utilizado como variables proxy del riesgo de las entidades bancarias la capitalización, el tamaño y una aproximación del ratio q de Tobin (oportunidades de inversión). La obtención de relaciones significativas entre estas variables y las rentabilidades anormales de las acciones bancarias en el momento de la intervención de Banesto descartaría la existencia de un efecto pánico.

Por otra parte, no sólo un efecto contagio informativo sino también la hipótesis de transferencia de riqueza pronostica una relación entre las rentabilidades anormales y variables proxy de la transferencia de riqueza. El tamaño de la entidad, capitalización y oportunidades de inversión son también variables proxy de la transferencia de riqueza que origina el FGD en caso de quiebra bancaria¹⁶. Sin embargo, las hipótesis del contagio informativo y de transferencia de riqueza pronostican una diferente relación entre estas tres variables y los excesos de rentabilidad que nos permite discriminar entre ellas.

Si la capitalización es una medida proxy de la solvencia de la entidad, bajo un efecto contagio informativo los bancos con mayores posiciones de capital son percibidos como menos susceptibles de sufrir problemas potenciales o como más seguros y experimentarían menores reacciones negativas¹⁷. Por el contrario, un FGD con primas independientes del nivel de riesgo provoca que la expropiación de riqueza a otros bancos en caso de crisis bancaria sea mayor cuanto más seguros sean, con lo que se esperaría una relación negativa entre la tasa de capitalización y los excesos de rentabilidad.

La hipótesis del contagio informativo predice un efecto ambiguo para el tamaño. Puesto que Banesto era uno de los seis grandes bancos cabe esperar que serían los otros grandes

¹⁶ La salida dada a Banesto por el procedimiento de subasta restringida no podía ser anticipada ya que existía incertidumbre sobre el procedimiento a seguir y contribuciones a realizar por los demás bancos (Expansión, 14/01/94).

¹⁷ La utilización de la tasa contable de fondos propios como medida de la solvencia ha sido sugerida, entre otros, por Aharony y Swary (1996), Madura y Tucker (1991), O'Hara y Shaw (1990) y Saurina (1997).

bancos quienes sufrieran en mayor medida el efecto expansivo negativo del anuncio de su insolvencia. Por otra parte, el tamaño de la entidad es una variable positivamente relacionada con sus posibilidades de diversificación, con lo que los inversores pueden inferir una relación negativa entre tamaño y riesgo. Sin embargo, bajo la hipótesis de transferencia de riqueza cabe esperar que sean los grandes bancos quienes mayor expropiación de riqueza experimenten en el reflotamiento de la entidad quebrada. Dicha relación puede tener su origen tanto en las mayores aportaciones que para el saneamiento de la entidad quebrada han de realizar los bancos grandes como en el menor riesgo que los inversores pueden atribuirles como consecuencia de sus mayores posibilidades de diversificación.

Finalmente, un efecto contagio informativo implicaría mayores pérdidas para aquellos bancos con mayores oportunidades de inversión, debido a la liquidación de activos como consecuencia de las retiradas de fondos de los depositantes; pronosticándose una relación negativa entre los excesos de rentabilidad y las oportunidades de inversión. Por su parte, la hipótesis de transferencia de riqueza predice una relación positiva entre las oportunidades de inversión y las rentabilidades anormales originadas por el anuncio de una insolvencia bancaria. Y es que son los bancos con mayores oportunidades de inversión quienes más se benefician de la garantía que otorga el FGD al ser quienes más pérdidas sufrirían en caso de tener que liquidar activos rentables para hacer frente a una retirada inesperada de depósitos.

La regresión estimada para contrastar la existencia de un efecto pánico frente a las alternativas de un efecto contagio informativo o de una transferencia de riqueza es la siguiente:

$$RA = a + b RP + c TAM + d Q + \varepsilon \quad [6]$$

Donde RA es la rentabilidad anormal en el día posterior a la intervención. Se ha escogido este día al ser en el que se concentra el 70% de la reacción del precio de las acciones observada durante la ventana del suceso. RP es el porcentaje de los recursos propios contables en relación al total activo. TAM es una variable ficticia que adopta el

valor de 1 en el caso de los cinco grandes bancos y cero en otro caso¹⁸. Q es una proxy del ratio q de Tobin, estimada como el cociente entre el valor de mercado de las acciones y el valor contable del activo¹⁹, y ε es una perturbación aleatoria. Los signos de los coeficientes pronosticados para cada variable independiente por las hipótesis de contagio informativo y de transferencia de riqueza se resumen en el cuadro 5.

{INSERTAR CUADRO 5}

Los resultados presentados en el cuadro 6 indican la ausencia de un efecto pánico puro al estar las rentabilidades anormales relacionadas con determinadas características observables de los bancos. Además, el signo obtenido es consistente con la hipótesis de transferencia de riqueza del sistema del seguro en perjuicio de un efecto contagio informativo. Así, el coeficiente negativo de la tasa de capitalización es consistente con una transferencia de riqueza que el sistema del seguro impone a los bancos más capitalizados y contrario al papel amortiguador que esa mayor capitalización puede representar en caso de contagio de la crisis. El signo negativo del tamaño también apoya la hipótesis de transferencia de riqueza. Por su parte, la relación positiva entre las oportunidades de inversión de la entidad bancaria y la rentabilidad anormal experimentada pone de manifiesto un mayor beneficio derivado de la intervención para aquellas entidades que tienen mayores oportunidades de inversión.

{INSERTAR CUADRO 6}

4.3. Efecto sobre empresas industriales de bancos competidores

Las reacciones experimentadas por las acciones de las empresas industriales en las que otras entidades bancarias diferentes a Banesto eran el accionista principal permite mostrar evidencia adicional para discriminar entre el efecto contagio informativo y el de transferencia de riqueza.

Bajo un efecto contagio el deterioro de las relaciones entre el banco quebrado y las empresas en las que participa, puesto de manifiesto en las reacciones negativas de las acciones de sus empresas, debe trasladarse a las relaciones que sus bancos competidores mantienen con las empresas en las que participan. Por tanto, ante un efecto contagio

¹⁸ La utilización de variables ficticias de tamaño permite captar mejor la influencia del mismo cuando su efecto no es lineal y es consistente con los resultados obtenidos por Saurina (1997).

¹⁹ Véanse, entre otros, Smith y Watts (1992) y Chung y Pruitt (1994).

informativo habría que esperar que las empresas industriales participadas por aquellos otros bancos cuyas acciones experimentan reacciones negativas también sufran disminuciones en su valor.

Por el contrario, si la reacción negativa observada en el precio de las acciones bancarias estuviese originada por la transferencia de riqueza del sistema de seguro en lugar de un factor sistemático que contagie la crisis, no habría que esperar ninguna consecuencia en el precio de las acciones de las empresas industriales al no verse alterada la probabilidad de ruptura de las relaciones ente el banco y la empresa.

Los resultados obtenidos muestran que las acciones de estas empresas mantuvieron un comportamiento diferente al de las acciones del Banco al que pertenecían. Las rentabilidades anormales experimentadas durante el periodo $t=(-1,0,1)$ fueron del 1,14%, estadísticamente significativas a un nivel de confianza del 99%. El signo positivo de las rentabilidades anormales acumuladas experimentadas tras la intervención de Banesto por las acciones de empresas que formaban parte de grupos industriales de otros bancos se observa en el gráfico 3.

{INSERTAR GRÁFICO 3}

Este resultado es nuevamente contrario a que la reacción negativa observada en las acciones bancarias tenga su origen en un efecto contagio informativo o pánico, y que sea la transferencia de riqueza originada con el mantenimiento de la entidad quebrada quien explique el movimiento negativo del precio de las acciones bancarias.

Sin embargo, aunque la hipótesis de transferencia de riqueza es contraria a un efecto negativo sobre el valor de las acciones industriales, tampoco explica el carácter positivo de la reacción observada. La explicación habría que buscarla en la existencia de un mayor efecto competencia que la ausencia de regulación permite en el sector industrial. Así, la insolvencia de un banco como Banesto, con participaciones industriales originaría consecuencias negativas para las empresas industriales participadas al perder la financiación por el principal accionista y acreedor de la empresa. Este efecto perjudicial para las empresas industriales participadas por Banesto, puesto de manifiesto en las rentabilidades anormales negativas experimentadas por sus acciones, tiene consecuencias positivas para las otras empresas industriales participadas por otros bancos (efecto competencia). Estas consecuencias positivas pueden estar originadas por

dos efectos. En la medida que las empresas industriales de diferentes bancos sean entidades competidoras²⁰, se beneficiarían de la pérdida de competitividad de su rival y además el anuncio de insolvencia de un banco con importantes participaciones industriales transmitiría información positiva sobre la capacidad relativa de los demás bancos para gestionar su cartera de acciones frente a la de la entidad quebrada, transmitiendo información positiva sobre las empresas participadas. Además, puesto que la pérdida de competitividad no está basada en un factor general como la caída de la demanda sino en un factor específico de la empresa con dificultades, como es la pérdida de su principal proveedor de fondos, no cabría esperar un efecto negativo.

Las reacciones positivas obtenidas por empresas participadas por otros bancos son consistentes con una valoración positiva sobre la gestión del banco accionista y principal acreedor al hacerse pública la quiebra del otro banco con participaciones industriales. Este efecto competencia positivo en las empresas industriales no impide la existencia de rentabilidades anormales negativas en el precio de sus bancos accionistas. La razón hay que buscarla en que el efecto negativo que para el resto del negocio bancario de las entidades origina la quiebra de otra entidad supera al efecto positivo que se deriva de la mejor valoración que el mercado realiza de las empresas industriales en las que participa.

Estos resultados ponen de manifiesto el diferente efecto que sobre sus competidores tiene el anuncio de insolvencia de una entidad en el sector financiero y en el sector industrial.

5. Conclusiones

Este trabajo analiza el efecto que el anuncio de la insolvencia de un banco con participaciones industriales, como es el caso de Banesto, origina en el valor de las acciones de las empresas participadas, en el valor de las acciones de las restantes entidades bancarias y en el valor de las empresas industriales participadas por otros bancos.

La disminución observada en el valor de las empresas en las que Banesto era accionista principal es consistente con una mayor probabilidad de desaparición de los beneficios

²⁰ La pertenencia de 8 de las 13 empresas a sectores bursátiles en los que también estaban integradas las empresas participadas por Banesto hace plausible la existencia de un potencial efecto competencia.

que una relación estrecha con el principal aportante de fondos permite en términos de reducción de los problemas de riesgo moral y de selección adversa.

La disminución promedio del valor de las acciones de los restantes bancos indica la escasa incidencia positiva derivada de la desaparición de un competidor (efecto competencia) frente a la negativa que origina la existencia de un contagio y/o la transferencia de riqueza que impone el FGD en el saneamiento de la entidad insolvente. Además, la variabilidad de las rentabilidades anormales negativas experimentadas por las acciones bancarias es consistente con la existencia de una expropiación de riqueza en el saneamiento del banco frente al predominio de un efecto pánico o de un efecto de contagio informativo. Estos resultados son consistentes con la eficacia del FGD para evitar pánicos bancarios.

La ausencia de un efecto contagio significativo es avalada por la reacción positiva experimentada por las acciones de las empresas industriales en las que otros bancos eran el accionista principal y del que no se deduce un incremento de la probabilidad de finalización de la relación como consecuencia del contagio de la crisis de Banesto hacia el resto de las entidades financieras. Más al contrario, la rentabilidad anormal positiva de las acciones industriales es consistente con un efecto competencia positivo no observado en el sector bancario. Estas reacciones indican que el efecto negativo originado a los restantes bancos por la quiebra de una entidad no es compensado por la mejor valoración que el mercado realiza de las empresas en las que participan.

6. Bibliografía

- Aharony J. y I. Swary (1996): "Additional evidence on the information-based contagion effects of bank failures". *Journal of Banking and Finance* 20, pp. 57-69.
- Battacharya, S y A.J. Thakor (1993): "Contemporary banking theory". *Journal of Financial Intermediation* 3, pp.2-50.
- Berger y G. Udell (1995): "Relationship lending and lines of credit in small firm finance". *Journal of Business*, 68, nº 3, pp. 351-381.
- Berges, A. y E. Sánchez del Villar (1991): "Las participaciones bursátiles de la banca en España". *Papeles de Economía Española, Suplementos sobre el Sistema Financiero*, nº. 34, pp.72-86.
- Brown, S. J. y J.B. Warner (1985): "Using daily stock returns: the case of event studies". *Journal of Financial Economics* 14, pp. 3-31.

- Bruner, R.F. y J. M. Simms (1987): "The international debt crisis and bank security returns in 1982". *Journal of Money, Credit and Banking* 19, pp.46-55.
- Calomiris, C.W. y J.R. Mason (1997): "Contagion and bank failures during the great depression: The June 1932 Chicago banking panic". *American Economic Review* 87, pp. 863-883.
- Chari, V. y R. Jagannathan (1988): "Banking panics, information, and rational expectation equilibrium". *Journal of Finance* 43, pp. 749-763.
- Chuliá, C. (1990): "Las participaciones del sistema bancario en las empresas no financieras". *Papeles de Economía Española*, nº. 44, pp.73-86.
- Chung, K.H. y S.W. Pruitt (1994): "A simple approximation of Tobin's q". *Financial Management* 23, nº 3, pp.70-74.
- Cuervo, A. (1988): *La crisis bancaria en España*. Ariel, Barcelona.
- Cohen, K. J.; G.A. Hawawini; S.F. Maier; R.A. Schwartz y D.K. Whitcomb (1983): "Friction in the trading process and the estimation of systematic risk". *Journal of Financial Economics* 12, pp. 263-278.
- Cowan A.R. y M.A. Sergeant (1996): "Trading frequency and event study contrast specification". *Journal of Banking and Finance* 20, pp. 1731-1757.
- Diamond, D. (1984): "Financial Intermediation and delegated monitoring". *Review of Economic Studies* 52, pp. 393-414.
- Diamond, D. (1991a): "Monitoring and reputation: the choice between bank loans and directly placed debt". *Journal of Political Economy* 99, pp. 689-721.
- Diamond, D. (1991b): "Seniority and maturity of debt contracts". Unpublished manuscript, University of Chicago.
- Diamond, D. y P. Dybvig (1983): "Bank runs, deposit insurance and liquidity". *Journal of Political Economy* 91, pp. 401-419.
- Fama, E. (1985): "What's different about banks?". *Journal of Monetary Economics* 15, pp.29-39.
- Gorton, G. (1985): "Bank suspension and convertibility". *Journal of Monetary Economics* 15, pp. 177-193.
- Greenbaum, S.I. y A.V. Thakor (1995): *Contemporary financial intermediation*. The Dryden Press. Harcourt Brace College Publishers.
- Gual, J. (1992): *La competencia en el sector bancario español*. Fundación BBV.
- Jacklin, C. y S. Bhattacharya (1988): "Distinguishing panics and information-based bank runs: Welfare and policy implications". *Journal of Political Economy*, pp. 568-592.
- James, C. (1987): "Some evidence on the uniqueness of bank loans: a comparison of bank borrowing, private placements, and public debt offerings". *Journal of Financial Economics* 19, pp.217-235.
- James, C y P. Wier (1990): "Borrowing relationships, intermediation, and the cost of issuing public securities". *Journal of Financial Economics* 28, pp.149-171.

- John, K. y D.C. Nachman (1985): "Risky debt, investment incentives, and reputation in a sequential equilibrium". *Journal of Finance* 40, pp. 863-878.
- Karafiath, I. y J. Glascock (1989): "Intra-industry effects of a regulatory shift: capital market evidence from Penn Square". *Financial Review*, pp.123-134.
- Keeley, M.C. (1990): "Deposit Insurance, Risk, and Market Power in Banking". *The American Economic Review* 80, n° 5, pp.1183-1200.
- Lang, L.H.P. y R.M. Stulz (1992): "Contagion and competitive intra-industry of bankruptcy announcements". *Journal of Financial Economics* 32, pp. 45-60.
- Madura, J y A. Tucker (1991). "Information effects of First Republic Bank's failure". *Applied Financial Economics* 1, pp.89-96.
- Maynes, E. y J. Rumsey (1993): "Conducting event studies with thinly traded stocks". *Journal of Banking and Finance* 17, pp. 145-157.
- Merton, R.C. (1977): "An analytic derivation of the cost of deposit insurance loan guarantees". *Journal of Banking and Finance* 1, pp.3-11.
- O'Hara, M. y W. Shaw (1990): "Deposit insurance and wealth effects: the value of being 'too big to fail'". *Journal of Finance* 45, n°5, pp.1587-1600.
- Rajan, R. (1992): "Insiders and outsiders: the choice between informed and arm's length debt". *Journal of Finance* 47, pp.1367-1400.
- Saurina, J. (1997): "Desregulación, poder de mercado y solvencia en la banca española". *Investigaciones Económicas*, vol XXI (1), pp.3-27
- Sharpe, S. (1990): "Asymmetric information, bank lending, and implicit contracts: a stylized model of customer relationships". *Journal of Finance* 45, pp.1069-1087.
- Slovin, M.B.; M.E. Sushka, y J.A. Hudson (1988): "Corporate commercial paper, note issuance facilities, and shareholder wealth". *Journal of International Money and Finance* 7, pp. 289-302.
- Slovin, M.B.; M.E. Sushka, y J.A. Polonchek (1993): "The value of bank durability: borrowers as bank stakeholders". *Journal of Finance* 48, n°. 1, pp. 247-266.
- Slovin, M y J.E. Young (1990): "Bank lending and initial public offerings". *Journal of Banking and Finance* 14, pp. 729-740.
- Smith, C.W. y R.L. Watts (1992): "The investment opportunity set and corporate financing, dividend and compensation policies". *Journal of Financial Economics* 32, pp.263-292.
- Swary, I. (1986): "Stock market reaction to regulatory action in the continental Illinois crisis". *Journal of Business* 59, pp 451-473.
- Wall, L. y D. Peterson (1990): "The effect of continental Illinois failure on the financial performance of other banks". *Journal of Monetary Economics* 26, pp.77-99.

Cuadro 1
Bancos

| | Tasa de capitalización | Activo total (datos en millones de pts.) | Ratio Q |
|-----------------|------------------------|--|---------|
| Alicante | 0,06326 | 12.238 | 0,29414 |
| Andalucía | 0,11548 | 34.597 | 0,24823 |
| Atlántico | 0,04855 | 93.772 | 0,05634 |
| Bankinter | 0,05517 | 161.758 | 0,11545 |
| Bilbao-Vizcaya | 0,04657 | 891.866 | 0,0878 |
| Castilla | 0,09024 | 26.688 | 0,15771 |
| Central-Hispano | 0,05111 | 1.122.305 | 0,05513 |
| Crédito Balear | 0,07898 | 9.095 | 0,12398 |
| Exterior | 0,05103 | 476.733 | 0,08995 |
| Galicia | 0,08525 | 19.370 | 0,1508 |
| Guipuzcoano | 0,05971 | 40.834 | 0,07033 |
| Herrero | 0,06297 | 35.931 | 0,08437 |
| Pastor | 0,03720 | 138.812 | 0,04438 |
| Popular | 0,0825 | 174187 | 0,27458 |
| Santander | 0,03688 | 735.044 | 0,10513 |
| Simeon | 0,07381 | 10.759 | 0,19182 |
| Valencia | 0,07808 | 29.313 | 0,11906 |
| Vasconia | 0,06533 | 12.631 | 0,10386 |
| Vitoria | 0,08885 | 14.428 | 0,10301 |
| Zaragozano | 0,0647 | 62.603 | 0,07022 |

Cuadro 2

Empresas industriales participadas por Banesto

Se muestran las empresas en las que Banesto era uno de los cinco principales accionistas. Se excluyeron aquellas empresa inmersas en procesos de suspensión de pagos o de quiebra. La tabla recoge el porcentaje de participación de Banesto en el capital así como la tasa de endeudamiento de las empresas.

| Empresa | Porcentaje de Participación | Tasa de Endeudamiento | Sector Bursátil |
|---------------------|-----------------------------|-----------------------|------------------|
| Agroman | 56,3 | 91,03 | Construcción |
| Inmobiliaria Urbis | 77,83 | 62,57 | Construcción |
| Carburos Metálicos | 28,6 | 38,99 | Química |
| Asturiana de Zinc | 67,53 | 66,84 | Siderometalurgia |
| Radiotrónica | 55 | 73,75 | Siderometalurgia |
| Tudor | 75 | 42,79 | Automóvil |
| La Unión y el Fénix | 50,6 | 7,17 | Seguros |
| Hidronitro | 12,09 | 69,94 | Química |

Cuadro 3

Empresas industriales participadas por otros bancos

Se muestran las empresas en las que otros bancos distintos a Banesto eran uno de los cinco principales accionistas. Se excluyeron aquellas empresa inmersas en procesos de suspensión de pagos o de quiebra. La tabla recoge el porcentaje de participación de las entidades bancarias en el capital así como la tasa de endeudamiento de las empresas.

| Empresa | Banco Accionista | Porcentaje de Participación | Tasa de Endeudamiento | Sector Bursátil |
|--------------------------------|------------------|-----------------------------|-----------------------|------------------|
| Azucarera de España | B.C.H. | 47,3 | 19,9 | Alimentación |
| Bodegas y Bebidas | B.B.V. | 56,86 | 52,24 | Alimentación |
| Conserva Campofrío | B.C.H. | 24 | 34,99 | Alimentación |
| Koipe | B.B.V. | 10,05 | 40,79 | Alimentación |
| Autopistas del Mare Nostrum | B.C.H. | 39,84 | 50,88 | Autopistas |
| Pryca | Banca March | 12,89 | 60,99 | Comercio |
| Bami | B.C.H. | 15,06 | 76,68 | Construcción |
| Cementos Lemona | B.B.V. | 6,76 | 30,31 | Construcción |
| Cristalería | Chase Manhattan | 3,88 | 31,42 | Construcción |
| Cubiertas | B.B.V. | 5,07 | 75,09 | Construcción |
| Dragados y Construcciones | B.C.H. | 23,5 | 56,79 | Construcción |
| Metrovacesa | B.B.V. | 25,14 | 9,17 | Construcción |
| Sociedad Financiera y Minera | B.C.H. | 5,7 | 33,67 | Construcción |
| Sotogrande | B.B.V. | 5,49 | 13,66 | Construcción |
| Vallehermoso | B.C.H. | 29,5 | 48,47 | Construcción |
| Gas y Electricidad | Chase Manhattan | 5,07 | 20,83 | Eléctrica |
| Iberdrola | B.B.V. | 10 | 63,9 | Eléctrica |
| Sevillana de Electricidad | B.B.V. | 10,46 | 61,23 | Eléctrica |
| H. Coto Cortés | Pastor | 55,5 | 18,63 | Minera |
| Sarrio | Chase Manhattan | 5,07 | 53,21 | Papeleras |
| Unipapel | Chase Manhattan | 5,02 | 22,81 | Papeleras |
| Cepsa | B.C.H. | 35 | 49,18 | Química |
| Ence | Chase Manhattan | 3,46 | 67,3 | Química |
| FAES | B.C.H. | 4,88 | 16,18 | Química |
| Zeltia | B.C.H. | 12,04 | 55,41 | Química |
| Construc. y aux. ferrocarriles | Chase Manhattan | 3,88 | 68,56 | Siderometalurgia |
| Española de Zinc | B.C.H. | 51,02 | 65,41 | Siderometalurgia |
| Grupo Duro Felguera | B.C.H. | 10,04 | 56,2 | Siderometalurgia |
| S.A.B.A | Santander | 16,35 | 8,75 | Varias |
| Vidrala | B.B.V. | 14,6 | 26,64 | Varias |
| Vidriera leonesa | B.C.H. | 22,4 | 77,34 | Varias |

Cuadro 4

Rentabilidades anormales de las acciones.

Las rentabilidades anormales muestran la diferencia entre la rentabilidad real y la esperada según el modelo de mercado estimado durante el periodo (-195,-26) utilizando un índice de mercado ponderado por capitalización para el caso del sector bancario y uno equiponderado para las empresas industriales. Los potenciales sesgos originados por la existencia de retrasos en el ajuste de precios se corrigen estimando las betas según Cohen et al. (1983). La fecha $t=0$ hace referencia al día de la intervención de Banesto por el Banco de España (28/12/93).

| | %RAC | Test | % RAC <0 |
|---|---------|--------|----------|
| Panel A. Banesto | | | |
| 0 | -4,13 | -1,99 | - |
| 1 | -73,89 | -35,61 | - |
| (-1,+1) | -80,82 | -18,61 | - |
| (-5,+5) | -96,668 | -11,01 | - |
| (-10,+10) | -104,71 | -8,55 | - |
| Panel B. Empresas industriales de Banesto (n=8) | | | |
| 0 | -3,23 | -3,02 | 87,5 |
| 1 | -6,41 | -5,98 | 100 |
| (-1,+1) | -8,98 | -4,49 | 100 |
| (-5,+5) | -7,92 | -2,62 | 75 |
| (-10,+10) | -16,05 | -2,95 | 75 |
| Panel C. Resto de Bancos (n=20) | | | |
| 0 | -0,294 | -1,02 | 50 |
| 1 | -1,42 | -4,92 | 70 |
| (-1,+1) | -2,01 | -3,94 | 70 |
| (-5,+5) | -4,42 | -4,46 | 85 |
| (-10,+10) | -6,39 | -4,66 | 90 |
| Panel D. Empresas industriales del resto de bancos (n=31) | | | |
| 0 | 0,629 | 1,29 | 48,3 |
| 1 | 0,409 | 0,842 | 38,7 |
| (-1,+1) | 1,651 | 1,809 | 41,9 |
| (-5,+5) | 2,801 | 1,56 | 38,7 |
| (-10,+10) | 6,637 | 2,66 | 25,8 |

Gráfico 1

Rentabilidades anormales acumuladas de las empresas industriales de Banesto.

Se muestran las rentabilidades anormales acumuladas experimentadas durante el periodo $t=(-25,+25)$ por las acciones de las 8 empresas industriales admitidas a cotización en las que Banesto era uno de los cinco accionistas principales.

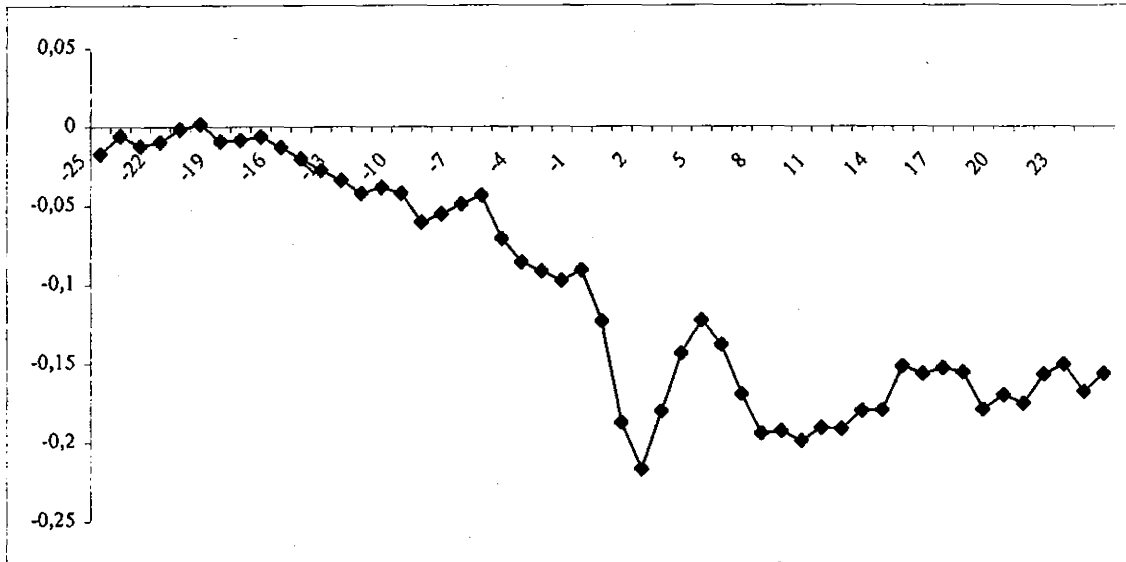
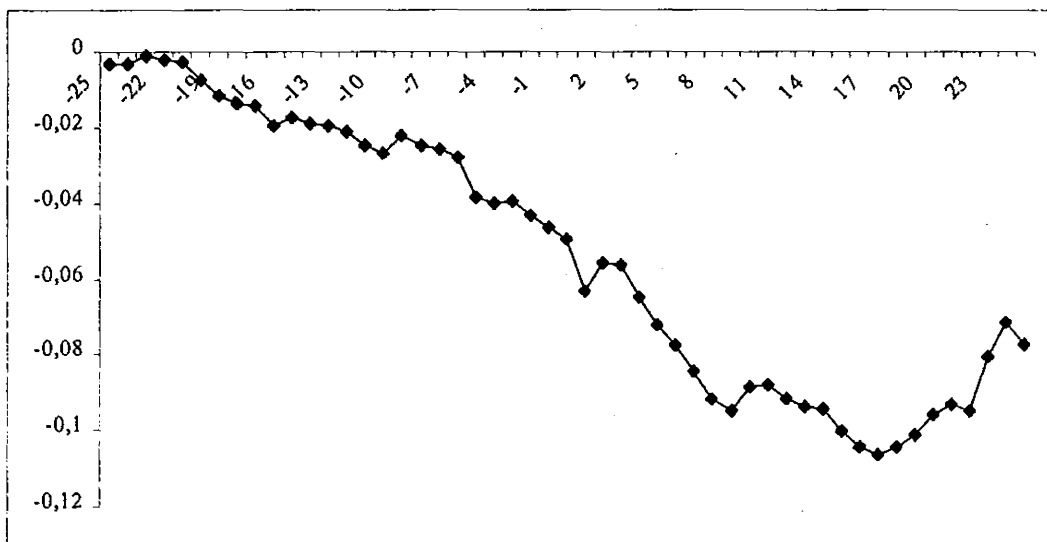


Gráfico 2

Rentabilidades anormales acumuladas de las acciones bancarias.

Se muestran las rentabilidades anormales acumuladas experimentadas durante el periodo $t=(-25,+25)$ por las acciones de las otras 20 entidades bancarias admitidas a cotización.



Cuadro 5

Relaciones pronosticadas entre las rentabilidades anormales de las acciones bancarias y características de las entidades bancarias.

Se presenta el tipo de relación pronosticado por la hipótesis del contagio informativo y por la hipótesis de transferencia de riqueza para las rentabilidades anormales experimentadas por los restantes bancos y características de la propia entidad como la tasa de capitalización (RP), tamaño (TAM) y una proxy del ratio q de Tobin (Q).

| | RP | TAM | Q |
|---------------------------------------|----|-----|---|
| Hipótesis de contagio informativo | + | ¿? | - |
| Hipótesis de transferencia de riqueza | - | - | + |

Cuadro 6

Relación entre las rentabilidades anormales de las acciones bancarias y variables proxy de la solvencia y transferencia de riqueza de cada entidad.

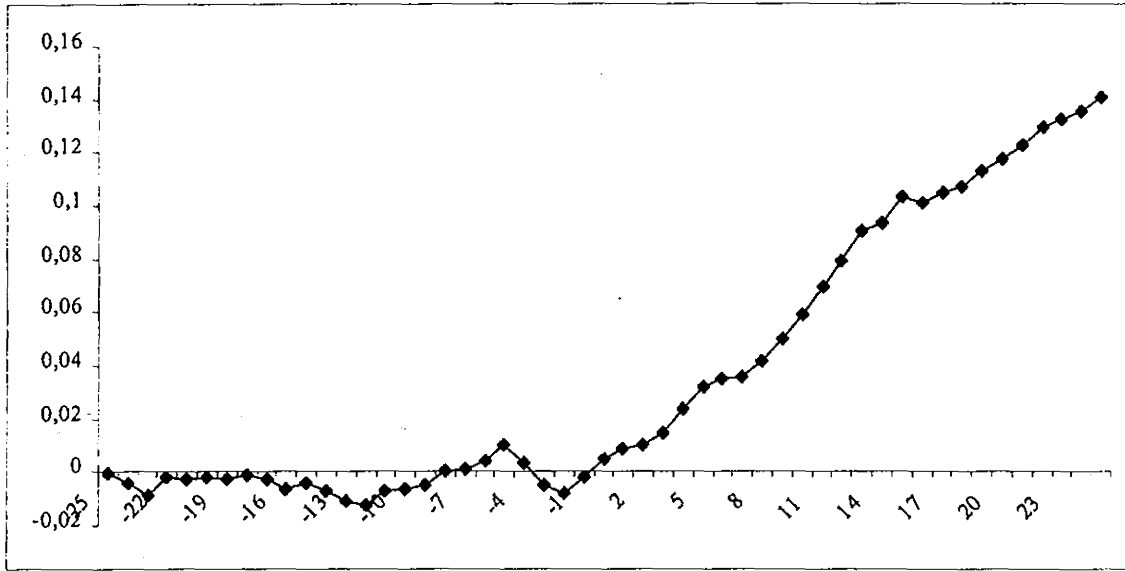
La variable dependiente es la rentabilidad anormal, en el día posterior a la intervención de Banesto, de los otros 20 bancos con cotización oficial. RP es el porcentaje de los fondos propios totales en relación al activo total, TAM es una variable dummy que toma el valor de 1 en el caso de los cinco grandes bancos y 0 en otro caso, y Q es el cociente entre el valor de mercado de las acciones bancarias y el valor contable del activo. El valor del estadístico t-student se presenta entre paréntesis.

| a | RP | TAM | Q | R ² |
|--------|----------|----------|---------|----------------|
| 0,0165 | -0,696 | -0,0252 | 0,1732 | 0,271 |
| (0,78) | (-1,943) | (-1,948) | (1,912) | |

Gráfico 3

Rentabilidades anormales acumuladas de las empresas industriales de otros bancos.

Se muestran las rentabilidades anormales acumuladas experimentadas durante el periodo $t=(-25,+25)$ por las acciones de las 31 empresas industriales admitidas a cotización en las que otros bancos distintos de Banesto eran uno de los cinco principales accionistas.



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES
RELACIÓN DE DOCUMENTOS DE TRABAJO:

- Doc. 001/88 **JUAN A. VAZQUEZ GARCIA.**- Las intervenciones estatales en la minería del carbón.
- Doc. 002/88 **CARLOS MONASTERIO ESCUDERO.**- Una valoración crítica del nuevo sistema de financiación autonómica.
- Doc. 003/88 **ANA ISABEL FERNANDEZ ALVAREZ; RAFAEL GARCIA RODRIGUEZ; JUAN VENTURA VICTORIA.**- Análisis del crecimiento sostenible por los distintos sectores empresariales.
- Doc. 004/88 **JAVIER SUAREZ PANDIELLO.**- Una propuesta para la integración multijurisdiccional.
- Doc. 005/89 **LUIS JULIO TASCÓN FERNANDEZ; JOSE MANUEL DIEZ MODINO.**- La modernización del sector agrario en la provincia de León.
- Doc. 006/89 **JOSE MANUEL PRADO LORENZO.**- El principio de gestión continuada: Evolución e implicaciones.
- Doc. 007/89 **JAVIER SUAREZ PANDIELLO.**- El gasto público del Ayuntamiento de Oviedo (1982-88).
- Doc. 008/89 **FELIX LOBO ALEU.**- El gasto público en productos industriales para la salud.
- Doc. 009/89 **FELIX LOBO ALEU.**- La evolución de las patentes sobre medicamentos en los países desarrollados.
- Doc. 010/90 **RODOLFO VAZQUEZ CASIELLES.**- Investigación de las preferencias del consumidor mediante análisis de conjunto.
- Doc. 011/90 **ANTONIO APARICIO PEREZ.**- Infracciones y sanciones en materia tributaria.
- Doc. 012/90 **MONTSERRAT DIAZ FERNANDEZ; CONCEPCION GONZALEZ VEIGA.**- Una aproximación metodológica al estudio de las matemáticas aplicadas a la economía.
- Doc. 013/90 **EQUIPO MECO.**- Medidas de desigualdad: un estudio analítico
- Doc. 014/90 **JAVIER SUAREZ PANDIELLO.**- Una estimación de las necesidades de gastos para los municipios de menor dimensión.
- Doc. 015/90 **ANTONIO MARTINEZ ARIAS.**- Auditoría de la información financiera.
- Doc. 016/90 **MONTSERRAT DIAZ FERNANDEZ.**- La población como variable endógena
- Doc. 017/90 **JAVIER SUAREZ PANDIELLO.**- La redistribución local en los países de nuestro entorno.
- Doc. 018/90 **RODOLFO GUTIERREZ PALACIOS; JOSE MARIA GARCIA BLANCO.**- "Los aspectos invisibles" del declive económico: el caso de Asturias.
- Doc. 019/90 **RODOLFO VAZQUEZ CASIELLES; JUAN TRESPALACIOS GUTIERREZ.**- La política de precios en los establecimientos detallistas.
- Doc. 020/90 **CANDIDO PAÑEDA FERNANDEZ.**- La demarcación de la economía (seguida de un apéndice sobre su relación con la Estructura Económica).
- Doc. 021/90 **JOAQUIN LORENCES.**- Margen precio-coste variable medio y poder de monopolio.
- Doc. 022/90 **MANUEL LAFUENTE ROBLEDO; ISIDRO SANCHEZ ALVAREZ.**- El T.A.E. de las operaciones bancarias.
- Doc. 023/90 **ISIDRO SANCHEZ ALVAREZ.**- Amortización y coste de préstamos con hojas de cálculo.

- Doc. 024/90 **LUIS JULIO TASCÓN FERNÁNDEZ; JEAN-MARC BUIGUES.**- Un ejemplo de política municipal: precios y salarios en la ciudad de León (1613-1813).
- Doc. 025/90 **MYRIAM GARCÍA OLALLA.**- Utilidad de la teorías de las opciones para la administración financiera de la empresa.
- Doc. 026/91 **JOAQUÍN GARCÍA MURCIA.**- Novedades de la legislación laboral (octubre 1990 - enero 1991)
- Doc. 027/91 **CANDIDO PAÑEDA.**- Agricultura familiar y mantenimiento del empleo: el caso de Asturias.
- Doc. 028/91 **PILAR SAENZ DE JUBERA.**- La fiscalidad de planes y fondos de pensiones.
- Doc. 029/91 **ESTEBAN FERNÁNDEZ SÁNCHEZ.**- La cooperación empresarial: concepto y tipología (*)
- Doc. 030/91 **JOAQUÍN LORENCE.**- Características de la población parada en el mercado de trabajo asturiano.
- Doc. 031/91 **JOAQUÍN LORENCE.**- Características de la población activa en Asturias.
- Doc. 032/91 **CARMEN BENAVIDES GONZÁLEZ.**- Política económica regional
- Doc. 033/91 **BENITO ARRUÑADA SÁNCHEZ.**- La conversión coactiva de acciones comunes en acciones sin voto para lograr el control de las sociedades anónimas: De cómo la ingenuidad legal prefigura el fraude.
- Doc. 034/91 **BENITO ARRUÑADA SÁNCHEZ.**- Restricciones institucionales y posibilidades estratégicas.
- Doc. 035/91 **NURIA BOSCH; JAVIER SUÁREZ PANDIELLO.**- Seven Hypotheses About Public Chjoice and Local Spending. (A test for Spanish municipalities).
- Doc. 036/91 **CARMEN FERNÁNDEZ CUERVO; LUIS JULIO TASCÓN FERNÁNDEZ.**- De una olvidada revisión crítica sobre algunas fuentes histórico-económicas: las ordenanzas de la gobernación de la cabecera.
- Doc. 037/91 **ANA JESÚS LÓPEZ; RIGOBERTO PÉREZ SUÁREZ.**- Indicadores de desigualdad y pobreza. Nuevas alternativas.
- Doc. 038/91 **JUAN A. VÁZQUEZ GARCÍA; MANUEL HERNÁNDEZ MUÑOZ.**- La industria asturiana: ¿Podemos pasar la página del declive?.
- Doc. 039/92 **INES RUBÍN FERNÁNDEZ.**- La Contabilidad de la Empresa y la Contabilidad Nacional.
- Doc. 040/92 **ESTEBAN GARCÍA CANAL.**- La Cooperación interempresarial en España: Características de los acuerdos de cooperación suscritos entre 1986 y 1989.
- Doc. 041/92 **ESTEBAN GARCÍA CANAL.**- Tendencias empíricas en la conclusión de acuerdos de cooperación.
- Doc. 042/92 **JOAQUÍN GARCÍA MURCIA.**- Novedades en la Legislación Laboral.
- Doc. 043/92 **RODOLFO VÁZQUEZ CASIELLES.**- El comportamiento del consumidor y la estrategia de distribución comercial: Una aplicación empírica al mercado de Asturias.
- Doc. 044/92 **CAMILO JOSÉ VÁZQUEZ ORDÁS.**- Un marco teórico para el estudio de las fusiones empresariales.
- Doc. 045/92 **CAMILO JOSÉ VÁZQUEZ ORDÁS.**- Creación de valor en las fusiones empresariales a través de un mayor poder de mercado.
- Doc. 046/92 **ISIDRO SÁNCHEZ ÁLVAREZ.**- Influencia relativa de la evolución demográfica en le futuro aumento del gasto en pensiones de jubilación.
- Doc. 047/92 **ISIDRO SÁNCHEZ ÁLVAREZ.**- Aspectos demográficos del sistema de pensiones de jubilación español.

- Doc. 048/92 SUSANA LOPEZ ARES.- Marketing telefónico: concepto y aplicaciones.
- Doc. 049/92 CESAR RODRIGUEZ GUTIERREZ.- Las influencias familiares en el desempleo juvenil.
- Doc. 050/92 CESAR RODRIGUEZ GUTIERREZ.- La adquisición de capital humano: un modelo teórico y su contrastación.
- Doc. 051/92 MARTA IBAÑEZ PASCUAL.- El origen social y la inserción laboral.
- Doc. 052/92 JUAN TRESPALACIOS GUTIERREZ.- Estudio del sector comercial en la ciudad de Oviedo.
- Doc. 053/92 JULITA GARCIA DIEZ.- Auditoria de cuentas: su regulación en la CEE y en España. Una evidencia de su importancia.
- Doc. 054/92 SUSANA MENENDEZ REQUEJO.- El riesgo de los sectores empresariales españoles: rendimiento requerido por los inversores.
- Doc. 055/92 CARMEN BENAVIDES GONZALEZ.- Una valoración económica de la obtención de productos derivados del petroleo a partir del carbón
- Doc. 056/92 IGNACIO ALFREDO RODRIGUEZ-DEL BOSQUE RODRIGUEZ.- Consecuencias sobre el consumidor de las actuaciones bancarias ante el nuevo entorno competitivo.
- Doc. 057/92 LAURA CABIEDES MIRAGAYA.- Relación entre la teoría del comercio internacional y los estudios de organización industrial.
- Doc. 058/92 JOSE LUIS GARCIA SUAREZ.- Los principios contables en un entorno de regulación.
- Doc. 059/92 M^a JESUS RIO FERNANDEZ; RIGOBERTO PEREZ SUAREZ.- Cuantificación de la concentración industrial: un enfoque analítico.
- Doc. 060/94 M^a JOSE FERNANDEZ ANTUÑA.- Regulación y política comunitaria en materia de transportes.
- Doc. 061/94 CESAR RODRIGUEZ GUTIERREZ.- Factores determinantes de la afiliación sindical en España.
- Doc. 062/94 VICTOR FERNANDEZ BLANCO.- Determinantes de la localización de las empresas industriales en España: nuevos resultados.
- Doc. 063/94 ESTEBAN GARCIA CANAL.- La crisis de la estructura multidivisional.
- Doc. 064/94 MONTSERRAT DIAZ FERNANDEZ; EMILIO COSTA REPARAZ.- Metodología de la investigación econométrica.
- Doc. 065/94 MONTSERRAT DIAZ FERNANDEZ; EMILIO COSTA REPARAZ.- Análisis Cualitativo de la fecundidad y participación femenina en el mercado de trabajo.
- Doc. 066/94 JOAQUIN GARCIA MURCIA.- La supervision colectiva de los actos de contratación: la Ley 2/1991 de información a los representantes de los trabajadores.
- Doc. 067/94 JOSE LUIS GARCIA LAPRESTA; M^a VICTORIA RODRIGUEZ URÍA.- Coherencia en preferencias difusas.
- Doc. 068/94 VICTOR FERNANDEZ; JOAQUIN LORENCES; CESAR RODRIGUEZ.- Diferencias interterritoriales de salarios y negociacion colectiva en España.
- Doc. 069/94 M^a DEL MAR ARENAS PARRA; M^a VICTORIA RODRÍGUEZ URÍA.
- Programación clásica y teoría del consumidor.

- Doc. 070/94 M^a DE LOS ÁNGELES MENÉNDEZ DE LA UZ; M^a VICTORIA RODRÍGUEZ URÍA.- Tantos efectivos en los empréstitos.
- Doc. 071/94 AMELIA BILBAO TEROL; CONCEPCIÓN GONZÁLEZ VEIGA; M^a VICTORIA RODRÍGUEZ URÍA.- Matrices especiales. Aplicaciones económicas.
- Doc. 072/94 RODOLFO GUTIÉRREZ.- La representación sindical: Resultados electorales y actitudes hacia sindicatos.
- Doc. 073/94 VÍCTOR FERNÁNDEZ BLANCO.- Economías de aglomeración y localización de las empresas industriales en España.
- Doc. 074/94 JOAQUÍN LORENCES RODRÍGUEZ; FLORENTINO FELGUEROSO FERNÁNDEZ.- Salarios pactados en los convenios provinciales y salarios percibidos.
- Doc. 075/94 ESTEBAN FERNÁNDEZ SÁNCHEZ; CAMILO JOSÉ VÁZQUEZ ORDÁS.- La internacionalización de la empresa.
- Doc. 076/94 SANTIAGO R. MARTÍNEZ ARGÜELLES.- Análisis de los efectos regionales de la terciarización de ramas industriales a través de tablas input-output. El caso de la economía asturiana.
- Doc. 077/94 VÍCTOR IGLESIAS ARGÜELLES.- Tipos de variables y metodología a emplear en la identificación de los grupos estratégicos. Una aplicación empírica al sector detallista en Asturias.
- Doc. 078/94 MARTA IBÁÑEZ PASCUAL; F. JAVIER MATO DÍAZ.- La formación no reglada a examen. Hacia un perfil de sus usuarios.
- Doc. 079/94 IGNACIO A. RODRÍGUEZ-DEL BOSQUE RODRÍGUEZ.- Planificación y organización de la fuerza de ventas de la empresa.
- Doc. 080/94 FRANCISCO GONZÁLEZ RODRÍGUEZ.- La reacción del precio de las acciones ante anuncios de cambios en los dividendos.
- Doc. 081/94 SUSANA MENÉNDEZ REQUEJO.- Relaciones de dependencia de las decisiones de inversión, financiación y dividendos.
- Doc. 082/95 MONTSERRAT DÍAZ FERNÁNDEZ; EMILIO COSTA REPARAZ; M^a del MAR LLORENTE MARRÓN.- Una aproximación empírica al comportamiento de los precios de la vivienda en España.
- Doc. 083/95 M^a CONCEPCIÓN GONZÁLEZ VEIGA; M^a VICTORIA RODRÍGUEZ URÍA.- Matrices semipositivas y análisis interindustrial. Aplicaciones al estudio del modelo de Sraffa-Leontief.
- Doc. 084/95 ESTEBAN GARCÍA CANAL.- La forma contractual en las alianzas domésticas e internacionales.
- Doc. 085/95 MARGARITA ARGÜELLES VÉLEZ; CARMEN BENAVIDES GONZÁLEZ.- La incidencia de la política de la competencia comunitaria sobre la cohesión económica y social.
- Doc. 086/95 VÍCTOR FERNÁNDEZ BLANCO.- La demanda de cine en España. 1968-1992.
- Doc. 087/95 JUAN PRIETO RODRÍGUEZ.- Discriminación salarial de la mujer y movilidad laboral.
- Doc. 088/95 M^a CONCEPCIÓN GONZÁLEZ VEIGA.- La teoría del caos. Nuevas perspectivas en la modelización económica.
- Doc. 089/95 SUSANA LÓPEZ ARES.- Simulación de fenómenos de espera de capacidad limitada con llegadas y número de servidores dependientes del tiempo con hoja de cálculo.
- Doc. 090/95 JAVIER MATO DÍAZ.- ¿Existe sobrecualificación en España?. Algunas variables explicativas.
- Doc. 091/95 M^a JOSÉ SANZO PÉREZ.- Estrategia de distribución para productos y mercados industriales.
- Doc. 092/95 JOSÉ BAÑOS PINO; VÍCTOR FERNÁNDEZ BLANCO.- Demanda de cine en España: Un análisis de cointegración.

- Doc. 093/95 **M^a LETICIA SANTOS VIJANDE.**- La política de marketing en las empresas de alta tecnología.
- Doc. 094/95 **RODOLFO VÁZQUEZ CASIELLES; IGNACIO RODRÍGUEZ-DEL BOSQUE; AGUSTÍN RUÍZ VEGA.**- Expectativas y percepciones del consumidor sobre la calidad del servicio. Grupos estratégicos y segmentos del mercado para la distribución comercial minorista.
- Doc. 095/95 **ANA ISABEL FERNÁNDEZ; SILVIA GÓMEZ ANSÓN.**- La adopción de acuerdos estatutarios antiadquisición.. Evidencia en el mercado de capitales español.
- Doc. 096/95 **ÓSCAR RODRÍGUEZ BUZNEGO.**- Partidos, electores y elecciones locales en Asturias. Un análisis del proceso electoral del 28 de Mayo.
- Doc. 097/95 **ANA M^a DÍAZ MARTÍN.**- Calidad percibida de los servicios turísticos en el ámbito rural.
- Doc. 098/95 **MANUEL HERNÁNDEZ MUÑIZ; JAVIER MATO DÍAZ; JAVIER BLANCO GONZÁLEZ.**- Evaluating the impact of the European Regional Development Fund: methodology and results in Asturias (1989-1993).
- Doc. 099/96 **JUAN PRIETO; M^a JOSÉ SUÁREZ.**- ¿De tal palo tal astilla?: Influencia de las características familiares sobre la ocupación.
- Doc. 100/96 **JULITA GARCÍA DÍEZ; RACHEL JUSSARA VIANNA.**- Estudio comparativo de los principios contables en Brasil y en España.
- Doc. 101/96 **FRANCISCO J. DE LA BALLINA BALLINA.**- Desarrollo de campañas de promoción de ventas.
- Doc. 102/96 **ÓSCAR RODRÍGUEZ BUZNEGO.**- Una explicación de la ausencia de la Democracia Cristiana en España.
- Doc. 103/96 **CÁNDIDO PAÑEDA FERNÁNDEZ.**- Estrategias para el desarrollo de Asturias.
- Doc. 104/96 **SARA M^a ALONSO; BLANCA PÉREZ GLADISH; M^a VICTORIA RODRÍGUEZ URÍA.**- Problemas de control óptimo con restricciones: Aplicaciones económicas.
- Doc. 105/96 **ANTONIO ÁLVAREZ PINILLA; MANUEL MENÉNDEZ MENÉNDEZ; RAFAEL ÁLVAREZ CUESTA.**- Eficiencia de las Cajas de Ahorro españolas. Resultados de una función de beneficio.
- Doc. 106/96 **FLORENTINO FELGUEROSO.**- Industrywide Collective Bargaining, Wages Gains and Black Labour Marketing Spain.
- Doc. 107/96 **JUAN VENTURA.**- La competencia gestionada en sanidad: Un enfoque contractual
- Doc. 108/96 **MARÍA VICTORIA RODRÍGUEZ URÍA; ELENA CONSUELO HERNÁNDEZ.**- Elección social. Teorema de Arrow.
- Doc. 109/96 **SANTIAGO ÁLVAREZ GARCÍA.**- Grupos de interés y corrupción política: La búsqueda de rentas en el sector público.
- Doc. 110/96 **ANA M^a GUILLÉN.**- La política de previsión social española en el marco de la Unión Europea.
- Doc. 111/96 **VÍCTOR MANUEL GONZÁLEZ MÉNDEZ.**- La valoración por el mercado de capitales español de la financiación bancaria y de las emisiones de obligaciones.
- Doc. 112/96 **DRA. MARIA VICTORIA RODRIGUEZ URÍA; D. MIGUEL A. LÓPEZ FERNÁNDEZ; D^{ña}. BLANCA M^a PEREZ GLADISH.**- Aplicaciones económicas del Control Óptimo. El problema de la maximización de la utilidad individual del consumo. El problema del mantenimiento y momento de venta de una máquina.

- Doc. 113/96 OSCAR RODRÍGUEZ BUZNEGO.- Elecciones autonómicas, sistemas de partidos y Gobierno en Asturias.
- Doc. 114/96 RODOLFO VÁZQUEZ CASIELLES; ANA M^a DÍAZ MARTÍN.- El conocimiento de las expectativas de los clientes: una pieza clave de la calidad de servicio en el turismo.
- Doc. 115/96 JULIO TASCÓN.- El modelo de industrialización pesada en España durante el período de entreguerras.-
- Doc. 116/96 ESTEBAN FERNÁNDEZ SÁNCHEZ; JOSÉ M. MONTES PEÓN; CAMILO J. VÁZQUEZ ORDÁS.- Sobre la importancia de los factores determinantes del beneficio: Análisis de las diferencias de resultados inter e intraindustriales.
- Doc. 117/96 AGUSTÍN RUÍZ VEGA; VÍCTOR IGLESIAS ARGÜELLES.- Elección de Establecimientos detallistas y conducta de compra de productos de gran consumo. Una aplicación empírica mediante modelos logit.
- Doc. 118/96 VÍCTOR FERNÁNDEZ BLANCO.- Diferencias entre la asistencia al cine nacional y extranjero en España.
- Doc. 119/96 RODOLFO VÁZQUEZ CASIELLES; IGNACIO A. RODRÍGUEZ DEL BOSQUE; ANA M^a DÍAZ MARTÍN.- Estructura multidimensional de la calidad de servicio en cadenas de supermercados: desarrollo y validación de la escala calsuper.
- Doc. 120/96 ANA BELEN DEL RÍO LANZA.- Elementos de medición de marca desde un enfoque de marketing.
- Doc. 121/97 JULITA GARCÍA DÍEZ; CRISTIAN MIAZZO.- Análisis Comparativo de la Información contable empresarial en Argentina y España.
- Doc. 122/97 M^a MAR LLORENTE MARRÓN; D. EMILIO COSTA REPARAZ; M^a MONTSERRAT DIAZ FERNÁNDEZ.- El Marco teórico de la nueva economía de la familia. Principales aportaciones.
- Doc. 123/97 SANTIAGO ALVAREZ GARCÍA.- El Estado del bienestar. Orígenes, Desarrollo y situación actual.
- Doc. 124/97 CONSUELO ABELLÁN COLODRÓN.- La Ganancia salarial esperada como determinante de la decisión individual de emigrar.
- Doc. 125/97 ESTHER LAFUENTE ROBLEDO.- La acreditación hospitalaria: Marco teórico general.
- Doc. 126/97 JOSE ANTONIO GARAY GONZÁLEZ.- Problemática contable del reconocimiento del resultado en la empresa constructora.
- Doc. 127/97 ESTEBAN FERNÁNDEZ; JOSE M. MONTES; GUILLERMO PÉREZ-BUSTAMANTE; CAMILO VÁZQUEZ.- Barreras a la imitación de la tecnología.
- Doc. 128/97 VÍCTOR IGLESIAS ARGÜELLES; JUAN A. TRESPALACIOS GUTIERREZ; RODOLFO VÁZQUEZ CASIELLES.- Los resultados alcanzados por las empresas en las relaciones en los canales de distribución.
- Doc. 129/97 LETICIA SANTOS VIJANDE; RODOLFO VÁZQUEZ CASIELLES.- La innovación en las empresas de alta tecnología: Factores condicionantes del resultado comercial.
- Doc. 130/97 RODOLFO GUTIÉRREZ.- Individualism and collectivism in human resource practices: evidence from three case studies.
- Doc. 131/97 VÍCTOR FERNÁNDEZ BLANCO; JUAN PRIETO RODRÍGUEZ.- Decisiones individuales y consumo de bienes culturales en España.
- Doc. 132/97 SANTIAGO GONZÁLEZ HERNANDO.- Clasificación de productos de consumo y establecimientos detallistas. Análisis empírico de motivaciones y actitudes del consumidor ante la compra de productos de alimentación y droguería.

- Doc. 133/97 **VICTOR IGLESIAS ARGÜELLES.-** Factores determinantes del poder negociador en los canales de distribución de productos turísticos.
- Doc. 134/97 **INÉS RUBÍN FERNÁNDEZ.-** Información sobre operaciones con derivados en los informes anuales de las entidades de depósito.
- Doc. 135/97 **ESTHER LAFUENTE ROBLEDO; ISABEL MANZANO PÉREZ.-** Aplicación de las técnicas DEA al estudio del sector hospitalario en el Principado de Asturias.
- Doc. 136/97 **VICTOR MANUEL GONZÁLEZ MÉNDEZ; FRANCISCO GONZÁLEZ RODRÍGUEZ.-** La valoración por el mercado de capitales español de los procedimientos de resolución de insolvencia financiera.
- Doc. 137/97 **MARIA JOSÉ SANZO PÉREZ.-** Razones de utilización de la venta directa, los distribuidores independientes y los agentes por parte de las empresas químicas españolas.
- Doc. 138/97 **LUIS OREA.-** Descomposición de la eficiencia económica a través de la estimación de un sistema translog de costes: Una aplicación a las cajas de ahorro españolas.
- Doc. 139/97 **CRISTINA LOPEZ DUARTE; ESTEBAN GARCÍA CANAL.-** Naturaleza y estructura de propiedad de las inversiones directas en el exterior: Un modelo integrador basado basado en el análisis de costes de transacción.
- Doc. 140/97 **CRISTINA LOPEZ DUARTE; ESTEBAN GARCÍA CANAL; ANA VALDÉS LLANEZA.-** Tendencias empíricas en las empresas conjuntas internacionales creadas por empresas españolas (1986-1996).
- Doc. 141/97 **CONSUELO ABELLÁN COLODRÓN; ANA ISABEL FERNÁNDEZ SÁINZ.-** Relación entre la duración del desempleo y la probabilidad de emigrar.
- Doc. 142/97 **CÉSAR RODRÍGUEZ GUTIÉRREZ; JUAN PRIETO RODRÍGUEZ.-** La participación laboral de la mujer y el efecto del trabajador añadido en el caso español.
- Doc. 143/97 **RODOLFO VÁZQUEZ CASIELLES; ANA MARÍA DIAZ MARTÍN; AGUSTÍN V. RUIZ VEGA.-** Planificación de las actividades de marketing para empresas de servicios turísticos: la calidad como soporte de la estrategia competitiva.
- Doc. 144/97 **LUCÍA AVELLA CAMARERO; ESTEBAN FERNANDEZ SANCHEZ.-** Una aproximación a la empresa industrial española: Principales características de fabricación.
- Doc. 145/97 **ANA SUÁREZ VÁZQUEZ.-** Delimitación comercial de un territorio: Importancia de la información proporcionada por los compradores.
- Doc. 146/97 **CRISTINA LOPEZ DUARTE; ESTEBAN GARCÍA CANAL.-** La inversión directa realizada por empresas españolas: análisis a la luz de la teoría del ciclo de desarrollo de la inversión directa en el exterior.
- Doc. 147/98 **ANA BELEN DEL RIO LANZA; VICTOR IGLESIAS ARGUELLES; RODOLFO VAZQUEZ CASIELLES; AGUSTIN RUIZ VEGA. -** Metodologías de medición del valor de la marca.
- Doc. 148/98 **RAFAEL ALVAREZ CUESTA. -** La estimación econométrica de fronteras de producción: una revisión de la literatura.
- Doc. 149/98 **FERNANDO RUBIERA MOROLLO.-** Análisis univariante de las series de empleo terciario de las regiones españolas.
- Doc. 150/98 **JOSE ANTONIO GARAY GONZALEZ.-** Los gastos y los ingresos plurianuales.

- Doc. 151/98 **ISABEL GARCIA DE LA IGLESIA.**- La elección contable para los gastos de investigación y desarrollo.
- Doc. 152/98 **LUIS CASTELLANOS VAL; EMILIO COSTA REPARAZ.** - Teoría de sistemas y análisis económico: una aproximación metodológica.
- Doc. 153/98 **M^a DEL CARMEN RAMOS CARVAJAL.** - Estimación indirecta de coeficientes input-output.
- Doc. 154/98 **RODOLFO VAZQUEZ CASIELLES; ANA MARIA DIAZ MARTIN; M^a. LETICIA SANTOS VIJANDE; AGUSTIN V. RUIZ VEGA.**- Utilidad del análisis conjunto para establecer la importancia de las estrategias de calidad en servicios turísticos: simulación de escenarios alternativos en empresas de turismo rural.
- Doc. 155/98 **SANTIAGO ALVAREZ GARCIA; ANA ISABEL GONZALEZ GONZALEZ.** - El proceso de descentralización fiscal en España, especial referencia a la Comunidad Autónoma del Principado de Asturias
- Doc. 156/98 **SANTIAGO ALVAREZ GARCIA.**- La tributación de la unidad familiar. Nuevas consideraciones sobre un antiguo problema.
- Doc. 157/98 **SUSANA LOPEZ ARES; ISIDRO SANCHEZ ALVAREZ.**- Condicionantes demográficos de la economía asturiana.
- Doc. 158/98 **CELINA GONZALEZ MIERES.**- La marca de la distribución: un fenómeno que afecta a distribuidor, fabricante y consumidor.
- Doc. 159/98 **IGNACIO DEL ROSAL FERNANDEZ.**- Análisis de la demanda agregada de electricidad en España con series temporales: un tratamiento de cointegración.
- Doc. 160/98 **JESUS ARANGO.**- Evolución y perspectivas del sector agrario en Asturias.
- Doc. 161/98 **JESUS ARANGO.**- Cronología de la construcción Europea.
- Doc. 162/98 **JULITA GARCIA DIEZ; SUSANA GAGO RODRIGUEZ.**-Programas de doctorado en contabilidad en las universidades españolas: estudio empírico.
- Doc. 163/99 **MAR ARENAS PARRA; AMELIA BILBAO TEROL; BLANCA PÉREZ GLADISH; M^a VICTORIA RODRÍGUEZ URÍA; EMILIO CERDÁ TENA (Universidad Complutense de Madrid).**- Aplicación de la programación compromiso a la gestión de hospitales públicos.
- Doc. 164/99 **M^a DEL CARMEN RAMOS CARVAJAL.**- La comarcalización de las Tablas input-output: Una primera aproximación.
- Doc. 165/99 **LUIS IGNACIO ÁLVAREZ GONZÁLEZ; RODOLFO VÁZQUEZ CASIELLES; MARÍA LETICIA SANTOS VIJANDE; ANA MARÍA DÍAZ MARTÍN.**- Orientación al mercado como cultura de negocio y conjunto de actuaciones: Un contraste metodológico para organizaciones no lucrativas.
- Doc. 166/99 **M^a JOSÉ SANZO PÉREZ.**- Funciones de los vendedores industriales de los distribuidores independientes. Una tipología realizada en el sector químico.
- Doc. 167/99 **M^a BEGOÑA ÁLVAREZ ÁLVAREZ; RODOLFO VÁZQUEZ CASIELLES; FRANCISCO J. DE LA BALLINA BALLINA; M^a LETICIA SANTOS VIJANDE.**- Evidencias empíricas de la promoción de ventas en los establecimientos detallistas.
- Doc. 168/99 **BEGOÑA GONZÁLEZ-BUSTO MÚGICA.**- La dinámica de sistemas como metodología para la elaboración de modelos de simulación.
- Doc. 169/99 **BEGOÑA GONZÁLEZ-BUSTO MÚGICA.**- Reflexiones teóricas sobre el personal sanitario en el Sistema Nacional de Salud Español.

- Doc. 170/99 **YOLANDA ÁLVAREZ CASTAÑO.-** Cómo alcanzar el éxito en el proceso de innovación tecnológica.
- Doc. 171/99 **YOLANDA ÁLVAREZ CASTAÑO.-** La organización del proceso de desarrollo de un nuevo producto.
- Doc. 172/99 **RODOLFO VÁZQUEZ CASIELLES; MARÍA LETICIA SANTOS VIJANDE; ANA MARÍA DÍAZ MARTÍN; LUIS IGNACIO ÁLVAREZ ÁLVAREZ.-** Estrategias de marketing: Desarrollo de investigaciones sobre orientación al mercado y marketing de relaciones.
- Doc. 173/99 **SANTIAGO R. MARTÍNEZ ARGÜELLES; FERNANDO RUBIERA MOROLLÓN.-** Patrones de convergencia regional en los Servicios de la Economía Española.
- Doc. 174/99 **JUAN PRIETO RODRÍGUEZ; VÍCTOR FERNÁNDEZ BLANCO.-** Are modern and classical music listeners the same people?
- Doc. 175/99 **VÍCTOR MANUEL GONZÁLEZ MÉNDEZ; FRANCISCO GONZÁLEZ RODRÍGUEZ.-** Transferencias de riqueza y efecto contagio ante crisis bancarias. Implicaciones para las relaciones banca-industria.
- Doc. 176/99 **SANTIAGO ÁLVAREZ; MARÍA TERESA ÁLVAREZ.-** Impuestos medio ambientales y control de la generación de residuos. ¿Hacia una reforma fiscal verde?
- Doc. 177/99 **JAVIER SUÁREZ PANDIELLO.-** Rationality and rent seeking in the spanish regulation of professional soccer.
- Doc. 178/99 **JAVIER SUÁREZ PANDIELLO.-** Determinantes políticos del gasto público en España.