

PUBLICACIONES DE LA REAL ACADEMIA DE CIENCIAS
ECONÓMICAS Y FINANCIERAS

SISTEMA FINANCIERO Y BOLSA:

LA FINANCIACIÓN DE LA EMPRESA
A TRAVÉS DEL MERCADO DE VALORES

DISCURSO DE INGRESO DEL ACADÉMICO ELECTO, CORRESPONDIENTE,
ILMO. SR. DON MARIANO RABADÁN FORNIES
en el acto de su recepción, en 22 de marzo de 1982, y

DISCURSO DE CONTESTACIÓN POR EL ACADÉMICO DE NÚMERO
EXCMO. SR. DON JUAN DE ARTEAGA Y PIET,
Marqués de la Vega-Inclán



BARCELONA

1982

SISTEMA FINANCIERO Y BOLSA

LA FINANCIACION DE LA EMPRESA A TRAVES DEL MERCADO DE VALORES

MARIANO RABADAN FORNIES

Miembro de la Real Academia de Ciencias
Económicas y Financieras.

Presidente de la Asociación de Instituciones
de Inversión Colectiva (INVERCO)

EXCMO. SR. PRESIDENTE:

EXCMOS. E ILUSTRISIMOS SRES.:

EXCMOS. SRES. ACADEMICOS:

SRAS. Y SRES.:

Es un motivo de gran satisfacción para mí proceder a la lectura del discurso de ingreso en la Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras, expresando en primer lugar mi agradecimiento a la Junta de Gobierno, que tuvo la amabilidad de proponer al pleno de la Junta General de Académicos de Número mi incorporación a esta prestigiosa Institución.

Al mismo tiempo agradezco igualmente a todos los asistentes su presencia en este entrañable acto, que se celebra en Barcelona, sede de la Academia y ciudad de gran tradición financiera, de la que personalmente guardo el más grato recuerdo, ya que en ella inicié mis actividades en el campo financiero, con la valiosa colaboración profesional y humana de tantos amigos de Cataluña, muchos de ellos presentes en este acto.

Uno de los temas que en mayor medida preocupan a los empresarios es la obtención de recursos financieros en adecuadas condiciones de volumen, costo y plazo. Por otra parte, no siempre la estructura financiera de las empresas puede considerarse ortodoxa, pero no tanto por defectos de gestión, como por las propias deficiencias de los mercados financieros.

Por esta razón he elegido como tema de este discurso de ingreso uno que está en este momento de actualidad en nuestro país por tres motivos:

A) Por el progresivo ensanchamiento del mercado de capitales que se está produciendo en nuestro país.

B) Por el mejor comportamiento del mercado secundario, tras un período de crisis que prácticamente comenzó en 1974, es decir, hace ya ocho años.

C) Por la reciente normativa relativa a la liberalización del sistema financiero y a la reforma del mercado de valores.

SISTEMA FINANCIERO Y BOLSA

LA FINANCIACION DE LA EMPRESA A TRAVES DEL MERCADO DE VALORES

I. SISTEMA FINANCIERO: INSTITUCIONES QUE LO INTEGRAN

Se entiende por sistema financiero el conjunto de instituciones que generan, recogen, administran y dirigen, tanto el ahorro como la inversión, en una unidad político-económica.

En nuestro país, las instituciones que integran el sistema financiero son las siguientes:

1. **Banco de España**, que es el instituto de emisiones, Banco de bancos y el órgano del Gobierno para la política monetaria y el control del crédito.
2. **El Instituto de Crédito Oficial**, organismo coordinador del crédito del Estado a los sectores clasificados como prioritarios y que integra a los cinco bancos oficiales nacionalizados: Banco de Crédito Industrial, Banco de Crédito Local, Banco de Crédito Agrícola, Banco Hipotecario y Banco de Crédito a la Construcción, así como el crédito oficial a la exportación y el crédito social pesquero.
3. **La Banca Privada**, agrupada en dos ramas: Banca Comercial o de depósitos, y Banca Industrial o de negocios.
4. **El Banco Exterior de España**, a mitad de camino entre la banca privada y la banca oficial, actúa como banco de depósitos y canaliza el crédito oficial a la exportación.
5. **Las Cajas de Ahorro**, divididas en Confederadas, Rurales y Cooperativas y la Caja Postal de Ahorros.
6. **Las Sociedades** de financiación de ventas a plazos, de "factoring" y de "leasing".
7. **Las Compañías de Seguros**, y otras instituciones, tales como Mutualidades Laborales y el Instituto Nacional de la Seguridad Social.
8. **Las Sociedades y Fondos de Inversión Mobiliaria**.
9. Finalmente, el **Mercado de Emisiones y la Bolsa de Valores**.

En el cuadro I se señala en qué forma aparecen intercomunicadas las principales instituciones integrantes del sistema financiero y los organismos de los que dependen.

Como puede observarse en este cuadro, corresponde al Ministerio de Economía la función de órgano rector de la política financiera del país, dentro de la debida coordinación y dependencia del Gobierno y las Cortes. Esta posición se ha reforzado en los últimos años, ya que determinadas competencias de orden financiero que correspondían a otros Departamentos han quedado paulatinamente absorbidas por este Ministerio. Únicamente las Entidades de Seguros mantienen su dependencia del Ministerio de Hacienda, a través de la Dirección General de Seguros.

Bajo la inmediata dependencia del Ministerio de Economía, el Banco de España, como antes se señalaba, actúa como instituto de emisiones y Banco de bancos, siendo al mismo tiempo el órgano del Gobierno encargado de proponer y ejecutar la política monetaria y ejercer el control del crédito.

También las funciones del Banco de España han quedado notablemente reforzadas durante los últimos años, al corresponder a esta entidad la supervisión y control, no solamente de la Banca privada, sino de las Cajas de Ahorro, Cooperativas de Crédito y entidades de financiación, absorbiendo asimismo las funciones que correspondían al antiguo Instituto de Moneda Extranjera, antes dependiente del Ministerio de Comercio.

El Instituto de Crédito Oficial es una entidad de derecho público, con personalidad jurídica y patrimonio propio, que actúa bajo la directa dependencia del Ministerio de Hacienda, correspondiéndole la supervisión, coordinación, control e inspección de las entidades oficiales de crédito.

El Instituto de Crédito Oficial absorbe una gran parte de las funciones que correspondían al extinguido Instituto de Crédito a Medio y Largo Plazo, creando por la Ley de 7 de junio de 1962, en cumplimiento de lo previsto en la Ley de Bases de Ordenación del Crédito y la Banca de 14 de abril del mismo año. El nuevo organismo fue creado por la Ley de 19 de junio de 1971, sobre Organización y Régimen del Crédito Oficial.

El resto de las entidades integrantes del sistema financiero, incluidas en el organigrama, dependen directamente del Ministerio de Economía, a través de la Dirección General de Política Financiera.

Existen, finalmente, distintos órganos consultivos, tales como la Junta Coordinadora del Crédito Oficial y el Consejo Superior Bancario, cuyas funciones sería prolijo enumerar.

II. DIMENSION Y ORGANIZACION DE LAS PRINCIPALES INSTITUCIONES FINANCIERAS

El peso de las distintas instituciones dentro del sistema financiero se observa, en primer lugar, examinando el volumen total de Activos de dichas instituciones financieras durante el período 1962-1981, junto con las tasas de crecimiento de dichos activos. (Cuadro II)

Como se observa en este cuadro, dejando aparte al Banco de España, la Banca privada destaca dentro de todas las instituciones financieras, tanto por el volumen de Activos como por la tasa de crecimiento de los mismos, especialmente destacable en la Banca Comercial. Le siguen en importancia, a cierta distancia, las Cajas de Ahorro y las Entidades Oficiales de Crédito. No existen datos actualizados sobre el volumen de Activos de las Entidades Privadas de Seguros. En cuanto a las Sociedades y Fondos de Inversión son entidades que, aunque tienen todavía un peso reducido dentro del volumen total de Activos, experimentaron una fortísima progresión durante la primera parte de la anterior década, sufriendo en la actualidad una cierta recesión.

Otro aspecto, probablemente mucho más importante desde el punto de vista empresarial, es el referente al peso que cada una de las instituciones tiene en la financiación de las empresas.

Para ello en el Cuadro III se analiza desde este ángulo la participación que, dentro de la financiación externa del sector privado, tiene cada una de las instituciones del Sistema; entendiéndose bien que se trata de "nueva financiación externa", es decir, flujo anual de

nueva financiación procedente del exterior de la empresa, y por tanto excluida la autofinanciación.

El análisis de este cuadro permite deducir varias importantes conclusiones. En primer lugar el fuerte peso de las **Entidades de Crédito** en la financiación del sector privado: los Bancos y Cajas de Ahorro suministraron en 1981 el 80,8% de la financiación externa del sector privado. Si se incluyen las emisiones de acciones y obligaciones suscritas por la Banca y Cajas de Ahorro, este porcentaje se eleva al 85,5%. Dentro de este porcentaje el 69,4% corresponde a la financiación suministrada por la Banca y el 16,1% a la facilitada por las Cajas de Ahorro.

Hecho más destacable todavía es que este peso de la Banca y de las Cajas de Ahorro en la financiación del sector privado ha crecido considerablemente durante los últimos años, en perjuicio de las **entidades oficiales de crédito**, que tuvieron una influencia cada vez menor en la financiación de las empresas, al representar la financiación suministrada por las mismas sólo el 1,9% en 1973, frente al 17,1% en 1966. Sin embargo, en 1981 el peso de las entidades oficiales de crédito representaba ya el 9,7%, intermedio entre ambos extremos.

Por lo que respecta al **mercado de emisiones**, su peso en la financiación externa del sector privado ha sido muy irregular, estando comprendido entre un máximo del 31,7%

en 1970 y un mínimo del 9,5% en 1981. Si la participación de este mercado había crecido fuertemente en el período 1965-1970, durante los últimos años ha reducido progresivamente su influencia, a pesar de que en términos absolutos el volumen de emisiones ha crecido sensiblemente.

III. PRINCIPALES CARACTERISTICAS DEL SISTEMA FINANCIERO

Analizando el peso que cada una de las instituciones financieras tiene dentro del sistema, cabría hacer algunas consideraciones específicas sobre aquéllas que tienen más destacada influencia en nuestro país.

a) Banca Privada

Hasta la Ley de Ordenación del Crédito y la Banca de 1962, el sistema bancario se caracterizaba por una posición preponderante de los bancos comerciales, establecimientos mixtos que desempeñaban el doble papel de bancos de depósitos y bancos de inversiones.

Esta posición preponderante venía marcada por razones históricas. Durante todo este siglo y muy particularmente a partir del año 1940, el principal motor de la industrialización del país fueron los bancos mixtos, que no solamente financiaron a las empresas por la vía del crédito, en cuanto intermediarios financieros, sino que actuaron como promotores de grandes empresas, en las que poseían fuertes participaciones.

La reforma bancaria de 1962 perseguía, entre otros objetivos, dar una mejor estructura a nuestro sistema financiero. Con este fin se estableció el principio de la especialización de las actividades bancarias, dictándose una reglamentación diferente referida, por una parte, a los bancos comerciales y, por otra, a los bancos industriales, separando así a los bancos de depósitos de los bancos de negocios.

Asimismo, se estableció en ese momento una limitación para los bancos comerciales, cuyas inversiones en valores industriales, sumadas a su inmovilizado, no podrían exceder de sus recursos propios.

La Ley de 1962, perseguía, al mismo tiempo, estimular el desarrollo de otras instituciones privadas, que facilitasen la financiación a medio y largo plazo de las empresas.

Ello no obstante, la distinción entre bancos comerciales e industriales no ha sido nunca excesivamente rígida, y de hecho, la mayor parte de los bancos industriales fueron promovidos por grandes bancos comerciales. Por otra parte, la legislación de agosto de 1974 ha hecho desaparecer prácticamente las diferencias entre estos dos tipos de instituciones.

Los bancos industriales han encontrado dificultades para atraer recursos, en competencia con otras instituciones financieras, y sus depósitos, aunque han aumentado rápidamente, representan todavía una cifra del orden de sólo el 12% del total de depósitos de la banca privada. (Cuadro IV)

En diciembre de 1981 el volumen total de depósitos de Bancos y Cajas de Ahorro ascendía a 14.374.794 millones de pesetas. De este importe, algo más de las dos terceras partes correspondían a la Banca (9.707.539 millones de pesetas), y el resto (4.667.255 millones de pesetas) a las Cajas de Ahorro.

En la vertiente de inversión de sus recursos, el Cuadro V refleja la evolución, referida solamente a la Banca Privada, del crédito, descuento de efectos comerciales e inversión en valores industriales.

La inversión bancaria típica (créditos y cartera de efectos) ascendía en diciembre de 1981 a 8.295.366 millones de pesetas. La tasa anual de crecimiento de esta inversión ha sido, durante el período 1975-1981 del 18,5%. La inversión en valores industriales, a la misma fecha, era de 455.317 millones de pesetas, con una tasa anual de crecimiento del 17,6%.

Sin embargo, la gran influencia que la Banca tiene sobre la financiación de las empresas privadas, a la que se ha aludido anteriormente, determina que, en buena medida, la estructura financiera de las empresas no sea sino un reflejo de la inadecuada estructura de nuestro sistema financiero, en el que existe una gran preferencia por los activos líquidos.

Como consecuencia de ello, muchas empresas deben financiar su inmovilizado con créditos a corto plazo renovables, ya que la Banca privada, a pesar de las normas recientes de liberalización de plazos y tipos de interés, ha sido todavía poco activa, por razones estructurales, en la concesión de créditos a medio y largo plazo.

Por otra parte, los bancos industriales, que por su propia naturaleza están destinados a proporcionar financiación a medio y largo plazo, no tienen todavía un peso suficiente dentro del sistema financiero.

En el futuro esta situación puede cambiar, al menos teóricamente, dado que dentro de los depósitos de la Banca privada, los depósitos a la vista representan una proporción cada vez menor, mientras que se han incrementado sensiblemente los depósitos de ahorro y plazo.

Ello es fácil de observar en el siguiente cuadro, en el que se incluyen los coeficientes estructurales de la Banca privada. (Cuadro VI A)

Puede contrastarse en este cuadro cómo los depósitos a la vista, que representaban en 1964 el 49,1% del total de depósitos, habían pasado al 27,6% en diciembre de 1981. Como contrapartida, los depósitos a mayores plazos de un mes, que representaban el 18,3% en 1964, suponían el 44,9% en diciembre de 1981.

Esta mayor estabilidad de los depósitos es la que ha permitido dotar a la Banca privada de una mayor flexibilidad para financiar operaciones a medio plazo.

Teniendo en cuenta que este tipo de operaciones es además más rentable, parece que, en condiciones normales, la financiación a las empresas a más largos plazos por la Banca privada deberá crecer sensiblemente en el futuro.

Por el contrario, el coeficiente de valores industriales apenas ha variado, ya que ha pasado del 5,3% del total de depósitos en 1964 al 4,7% en diciembre de 1981. Ello refleja que la Banca privada, como consecuencia de las limitaciones establecidas en 1962, no ha aumentado su peso en la financiación de las empresas por la vía de participaciones. Es de destacar, a este respecto, el hecho de que, en estos momentos, la Banca privada está utilizando buena parte de su capacidad para financiar a las empresas por esta vía. No obstante es preciso señalar que, como los recursos propios de la Banca han experimentado unos incrementos muy fuertes durante los últimos años, en términos absolutos el volumen de financiación por esta vía sigue siendo significativo.

b) Las Cajas de Ahorros

Las Cajas de Ahorros que en su origen fueron instituciones destinadas a recoger el ahorro popular y que tenían un carácter estrictamente benéfico, han venido adquiriendo durante los últimos años un carácter de instituciones financieras, con unas características y peso cada vez más próximos a la Banca. Las actividades de las Cajas de Ahorro se rigen, sin embargo por reglamentos específicos, que configuran de una manera especial la actuación de estas instituciones dentro de nuestro sistema financiero.

Desde el punto de vista de estructura de los recursos, las Cajas de Ahorros pueden recibir depósitos a la vista, de ahorro y a plazo. En diciembre de 1981 aquellos representaban el 11,2%, 48,1% y 40,7% respectivamente, de los depósitos totales. Cabe pues, una primera observación, y es que el volumen de depósitos de ahorro y a plazo representa en las Cajas de Ahorro un porcentaje superior al 88,8% del total de depósitos, frente al 59,3% de la Banca privada. (Cuadro VIB)

No existe ninguna distinción entre Bancos y Cajas de Ahorros en cuanto a la remuneración de los depósitos. Por el contrario, por lo que afecta a las inversiones, la reglamentación de las Cajas de Ahorros es más rígida que la de la Banca privada, ya que hasta muy recientemente han estado obligadas a invertir el 40% del total de sus depósitos en fondos públicos o en obligaciones privadas declaradas "calificadas" por la Junta de Inversiones. Hoy esta Junta de Inversiones ha desaparecido y los coeficientes obligatorios están siendo objeto de una progresiva reducción.

Como el rendimiento de las obligaciones industriales es mayor que el de los Fondos Públicos, las Cajas de Ahorros han aumentado considerablemente sus inversiones en obligaciones emitidas por las empresas privadas. Si en 1964 sólo el 11,5% de los activos de las Cajas de Ahorros estaba invertido en valores industriales, frente al 35,9% en Fondos Públicos, en diciembre de 1981 el 20,4% de los activos se hallaba invertido en valores industriales y sólo el 9,9% en Fondos Públicos. Hasta 1979 las compras de obligaciones privadas por las Cajas de Ahorros representaban, aproximadamente, el 70% del importe total de las emisiones del sector privado.

En todo caso, desde 1975, el porcentaje de Fondos Públicos se ha mantenido estable en las Cajas de Ahorros, mientras que ha bajado en más de 10 puntos el porcentaje de las obligaciones privadas.

Correlativamente, la actividad crediticia de las Cajas de Ahorros ha crecido notablemente durante los últimos años. En 1964 sólo el 22,2% de los activos de las Cajas de Ahorro se hallaba materializado en créditos al sector privado, mientras que este porcentaje era del 46,7% en Diciembre de 1981.

En resumen, en 1964 aproximadamente el 37% de las inversiones de las Cajas de Ahorros estaba destinado a financiar al sector público y sólo el 34% al sector privado. Por el contrario en 1981 el 11,4% de los activos financiaba el sector público, mientras que el 66,7% lo hacía el sector privado. El porcentaje restante se halla depositado en el Banco de España y en la Banca privada, o constituye el activo fijo de estas entidades.

c) Entidades Oficiales de Crédito

La creación de las entidades oficiales de crédito obedeció a la necesidad de encauzar un volumen importante de ahorro a la financiación a medio y largo plazo de los sectores o ramas de actividad que normalmente no tenían acceso al Mercado de Valores o que difícilmente podían, en condiciones favorables, obtener créditos a largo plazo de la Banca privada.

En 1962 las entidades de crédito semipúblicas entonces existentes fueron nacionalizadas y reorganizadas, bajo la dirección del Instituto de Crédito a Medio y Largo Plazo recién creado.

Las entidades oficiales de crédito eran financiadas por el Tesoro público, mediante la emisión de Cédulas para Inversiones que debían ser suscritas por la Banca privada. El sistema, por tanto, venía a constituir, en cierta medida, una nacionalización parcial del crédito.

El volumen de crédito otorgado a los sectores público y privado por las entidades oficiales de crédito ascendía en 1962 a 71.388 millones de pesetas. Esta cifra se incrementó sensiblemente hasta alcanzar en 1970 la suma de 274.433 millones de pesetas. Tras la reorganización introducida en 1970, el crédito oficial creció a un ritmo mucho más moderado durante el período posterior, alcanzando, en diciembre de 1981, la cifra de 1.774.300 millones de pesetas. La distribución de este volumen de crédito entre las distintas instituciones de crédito oficial se recoge en los cuadros VII y VIII.

Cabe destacar que del volumen total del crédito oficial el porcentaje mayor está destinado a la actividad constructora, a través del Banco de Crédito a la Construcción y del Banco Hipotecario. Le sigue en importancia el crédito a las Corporaciones Locales y a la industria, a través del Banco de Crédito Local y del Banco de Crédito Industrial. Hay que destacar la progresiva importancia que ha alcanzado en los últimos años el crédito a la actividad exportadora.

En términos globales, la nueva financiación externa facilitada al sector privado por las Entidades Oficiales de Crédito alcanzó su cota máxima en 1966, al representar el 17,1%, declinando paulatinamente hasta 1969, en que representaba el 9,3 para sufrir a partir de esta fecha una notable reducción, que hizo que durante 1972 ninguna nueva financiación fuese facilitada por este tipo de entidades. A partir de dicho año, la participación del crédito oficial en la financiación del sector privado ha vuelto a crecer, representando el 9,7% en 1981.

d) **El resto de las Instituciones Financieras** (Entidades de Seguros, Sociedades de Financiación de venta a plazos, "factoring" y "leasing").

Estas instituciones han tenido un notable desarrollo durante los últimos años, pero su peso en la financiación del sector privado es todavía reducido. Por este motivo, y a pesar del interés que tienen este tipo de instituciones, no es posible hacer en estos momentos un comentario especial sobre las mismas.

e) **Sociedades y Fondos de Inversión Mobiliaria**

Las Sociedades de Inversión Mobiliaria fueron reguladas por primera vez en nuestro país por la Ley de 15 de julio de 1952, complementada por otra del 26 de diciembre de 1958. Sin embargo, estas entidades comenzaron a tener un peso específico dentro de nuestro sistema financiero más bien a partir de la publicación del Decreto-Ley de 30 de abril de 1964, que regulaba también, por primera vez en España, los Fondos de Inversión Mobiliaria.

En diciembre de 1975, existían en España cerca de 500 Sociedades de Inversión y 25 Fondos. Los activos conjuntos de estos dos grupos de entidades sobrepasaban en dicha fecha la cifra de los 300.000 millones de pesetas, representando aproximadamente el 11% de la capitalización bursátil de los títulos cotizados en las Bolsas españolas.

Después de una fuerte expansión durante el período 1965-1975, estas instituciones sufrieron las consecuencias de la crisis económica y del mercado de valores, así como los avatares de la reforma fiscal, habiéndose disuelto cerca de doscientas de estas entidades y hallándose las restantes a la espera de una nueva regulación financiera y fiscal.

Por estas razones, las Sociedades y Fondos de Inversión Mobiliaria se hallan lejos de tener, dentro de nuestro sistema financiero, la importancia que poseen en otros países. Ello pone de relieve que estas Instituciones de Inversión Colectiva tienen de una forma u otra todavía grandes posibilidades de expansión en nuestro país, que se acentúan si se tiene en cuenta que estas entidades han cumplido ampliamente, hasta la fecha, la doble función económico-social que tienen confiada. Por una parte, desde el punto de vista económico, las Entidades de Inversión Colectiva han aportado un importante volumen de recursos adicionales para la financiación de las empresas españolas. Desde el punto de vista social han contribuido notablemente a difundir el conocimiento del Mercado de Valores, ofreciendo a los inversores unas mejores condiciones de seguridad, rentabilidad y liquidez. Por otra parte, es evidente que estas instituciones han contribuido a tecnificar la inversión en el sector mobiliario, al tiempo que han participado destacadamente en el desarrollo del mercado bursátil. Su futura regulación legal, que incluirá a los Fondos de Pensiones, permite prever un nuevo período de

desarrollo de las Instituciones de Inversión Colectiva, en beneficio del Mercado de Valores y de los ahorradores.

f) El mercado de Emisiones y la Bolsa de Valores

En primer término, es indispensable distinguir que, dentro de lo que en sentido general se denomina Bolsa, existen en realidad dos Mercados: El **mercado de emisiones** y el **mercado bursátil** propiamente dicho.

El único canal a través del cual las empresas y el sector público pueden obtener una nueva financiación es el **mercado de emisiones**, mediante la suscripción por las instituciones o los inversores privados de Fondos Públicos, obligaciones y acciones.

Una vez emitidos los títulos, éstos pueden ser objeto de transacciones en el **mercado secundario**. Es evidente que este segundo mercado, aunque no suministra financiación a las entidades emisoras, asegura a través de su fluidez el éxito de futuras emisiones.

Los comentarios que a continuación se hacen se refieren tanto al mercado de emisiones como importante fuente de financiación de las empresas españolas, como a la evolución y perspectivas del mercado secundario.

IV. EL MERCADO DE VALORES ESPAÑOL. COMPARACION CON LOS PRINCIPALES MERCADOS DE VALORES EXTRANJEROS

Hechas estas consideraciones, conviene analizar detenidamente la dimensión y características del Mercado de Valores Español, comparándolo con los más destacados mercados de valores extranjeros.

a) Capitalización bursátil

El primer módulo que refleja la importancia de un mercado nacional es la capitalización bursátil de los títulos cotizados en el mismo, que teóricamente equivaldría al valor que el mercado da en un momento dado al conjunto de Fondos Públicos, obligaciones y acciones admitidas a cotización.

En los Cuadros IX al XII se incluye el volumen de capitalización bursátil en España y en los principales mercados internacionales.

Varias conclusiones cabe deducir del análisis de estos cuadros. La primera es la importante dimensión del mercado de valores español en comparación con los mercados extranjeros. Sólo diez países del mundo tienen, en este sentido, una dimensión mayor que el Mercado de Valores español, que ocupa el **octavo** lugar dentro de los mercados europeos, precedido por Inglaterra, Alemania, Suiza, Francia, Italia, Holanda y Suecia.

Esta posición mejoraría todavía si en lugar de tener en cuenta la capitalización bursátil de los títulos cotizados en la Bolsa de Madrid se consolidase esta cifra con la correspondiente a los títulos cotizados únicamente en las Bolsas de Barcelona, Bilbao y Valencia. En este caso nuestro país pasaría por delante de Suecia y sería el **séptimo** mercado europeo, aunque a notable distancia de los grandes mercados mundiales (Estados Unidos, Japón, Canadá e Inglaterra).

Conviene destacar cómo el Mercado de Valores español tiene en este sentido una dimensión similar a la de países con gran tradición financiera o mayor nivel económico, como Bélgica, Holanda y Suecia. En 1974, incluso, la capitalización bursátil española era superior a la de Francia, Italia y Suiza, y España ocupaba el **tercer** lugar europeo y el **sexto** a nivel mundial.

Destaca, en segundo lugar, el fuerte aumento de la capitalización bursátil de los títulos cotizados en las Bolsas españolas, que prácticamente se dobló en el período 1970-1974. En este sentido, fue el mercado más dinámico de los analizados, si bien en 1981 la capitalización bursátil del mercado español se había reducido en casi un 50% como consecuencia de la profunda y prolongada crisis bursátil, iniciada en abril de 1974.

Teniendo en cuenta que la capitalización bursátil se calcula multiplicando el número de títulos admitidos en el mercado por su cotización, este sensible aumento de

capitalización bursátil en nuestro país, en el período 1970-1974 y su posterior reducción en la etapa 1974-1981, se debió sólo parcialmente a la variación del número de títulos cotizados en las Bolsas españolas, influyendo más el alza de las cotizaciones que se produjo hasta abril de 1974 y su posterior baja, ya que el número de títulos cotizado ha seguido incrementándose durante todo el período analizado.

Los períodos utilizados para la comparación comprenden el final de los años 1970 y 1974, fecha esta última en que puede estimarse que los mercados internacionales de valores se hallaban a sus niveles más bajos, debido a la grave crisis económica y bursátil originada fundamentalmente por la crisis energética, mientras que los datos de 1980 y 1981 recogen la ulterior recuperación de las Bolsas mundiales. La Bolsa española siguió, no obstante, una evolución distinta, con su máximo en 1974 y su mínimo en 1979.

La importancia del Mercado de Valores español a nivel mundial es todavía más destacable, si en lugar de comparar en términos absolutos la capitalización bursátil de los distintos mercados se compara ésta con el P.I.B. de cada país.

Cabe observar que en este aspecto España ocupaba en 1974 el **segundo** lugar del mundo. Sólo Estados Unidos precedía a España, lo que refleja con más exactitud la verdadera importancia del Mercado de Valores español, al tener en cuenta la diferente dimensión relativa de las economías de los países estudiados. A fines de 1981 España ocupaba el **noveno** lugar del mundo, casi similar al que le corresponde dentro de la capitalización bursátil global.

Dentro del Mercado de Valores español el peso principal (56,5%) corresponde a las acciones, seguidas de las obligaciones (25,3%) y de los Fondos Públicos (18,2%).

b) Número de títulos admitidos a cotización.

Igualmente destacable es el número de títulos admitidos a cotización en los diversos mercados de valores, reflejados en el Cuadro XIII.

España con 663 empresas nacionales cotizadas en Bolsa ocupa el **tercer** lugar de Europa. Aún incluyendo los demás mercados mundiales, nuestro país se halla muy próximo a estos efectos al Japón. Sólo Estados Unidos, Inglaterra y Australia tienen un número de empresas cotizadas en Bolsa sustancialmente mayor que España.

c) Volumen de Negociación

Otro aspecto a destacar al efectuar la comparación de los distintos mercados es el volumen de negociación, reflejado en los Cuadros XIV y XV.

A finales de 1980 España ocupaba uno de los últimos lugares de la clasificación europea, fiel reflejo de la atonía bursátil existente, mientras que en 1974 España ocupaba el **cuarto** lugar de Europa claramente por delante de Holanda, Bélgica, Suecia e Italia. Nuestro país fue, además, el que experimentó un incremento más fuerte en el volumen de negociación durante el período 1966-1974. En este período el volumen de negociación se multiplicó por siete, y a este fenómeno no fue ajena la acción de los inversores institucionales (Sociedades y Fondos de Inversión).

d) Volumen de emisiones

En los cuadros XVI y XVII se refleja el volumen de emisiones, clasificado según la modalidad de los títulos emitidos. Durante los últimos diez años el volumen de emisiones se ha **sexuplicado**.

Las emisiones de **Fondos Públicos** fueron relativamente moderadas hasta 1975. Posteriormente, experimentaron un crecimiento espectacular. En sólo cinco años (1976-1981) el volumen de emisiones se **multiplicó por diez**.

Este es un hecho importante derivado, por una parte, de la aparición de crecientes déficits en los presupuestos del Estado y, de otro, de la mayor apelación que al mercado de emisiones están efectuando las entidades oficiales de crédito en virtud de las normas dimanantes de los Pactos de la Moncloa, en los que se fijó que las entidades oficiales de crédito debían obtener a través del mercado libre un tercio de los recursos financieros.

Lo cierto es que, en un momento de dificultades del mercado secundario, que a su vez ha tenido una repercusión negativa en el mercado de emisiones, la participación del

sector público en la demanda de recursos ha pasado de representar aproximadamente el 7% en 1975 a absorber alrededor de un tercio del volumen global de emisiones.

Esta competencia del sector público no sólo se ha traducido en una mayor dificultad en las empresas privadas para acceder a una financiación por la vía del mercado de emisiones, sino que al mismo tiempo ha contribuido a un sensible endurecimiento de las condiciones de las emisiones y a un correlativo encarecimiento de los costes de financiación.

No hay que olvidar que, en el momento actual, las emisiones de deuda pública se efectúan a un tipo de interés del 12,5%, las de la Banca Oficial al 13% y que algunas empresas públicas, han llegado a efectuar emisiones al 14,25%.

Otra característica de las emisiones públicas durante los últimos dos años han sido la notable reducción de los plazos de amortización de las emisiones, que en estos momentos es solamente de tres años.

La competencia del sector público en el mercado de emisiones aumentó todavía al establecer la Ley de Presupuestos de 1980, en su artículo 27, un incremento de la deducción de la cuota al 22% para la adquisición o suscripción de Deuda Pública y del 20% para la adquisición o suscripción de títulos emitidos por las Comunidades Autónomas, Provincias o Municipios, de cédulas emitidas por el Instituto de Crédito Oficial o por Banca Oficial, y de títulos de Renta Fija emitidos por el I.N.I. y Renfe, es decir, que las emisiones de deuda pública disfrutaron a efectos fiscales de unos privilegios de que no gozaban las empresas privadas, con la única excepción de la Compañía Telefónica Nacional de España y de las compañías de distribución de energía eléctrica con cotización calificada en Bolsa, que permitían un 20% de deducción, en lugar de la general para el resto de las emisiones o suscripciones de títulos, fijada en el 15%. Este privilegio se ha suprimido en la Ley de Presupuestos de 1982.

Finalmente y para terminar el comentario relativo a las emisiones del sector público, conviene señalar que la previsión para 1982 es que solamente las emisiones netas de Deuda Pública a largo plazo alcanzarán los 127.000 millones de pesetas y que la Deuda a corto plazo absorberá un volumen adicional de 150.000 millones de pesetas, con acceso de los inversores privados a este mercado.

Hechas estas consideraciones sobre la participación del sector público en el mercado de emisiones, pasaremos a examinar el comportamiento de las empresas privadas en este mismo mercado.

Como antes se señalaba, la financiación de las empresas privadas a través de este mercado puede llevarse a cabo mediante la emisión de títulos de renta fija (bonos y obligaciones) o de acciones. En el primer caso se trata de una operación crediticia instrumentada por la vía de emisiones de títulos de renta fija, mientras que en el segundo se trata de ampliar la participación de los accionistas por la vía del capital de riesgo.

Las **emisiones de obligaciones** por parte de las empresas privadas han experimentado un sensible crecimiento durante los últimos años. Sin embargo en los años 1978 y 1979 este volumen de emisiones experimentó un cierto estancamiento, si bien en 1980 y 1981 se produjo un nuevo incremento del volumen de emisiones.

En todo caso, la tasa anual de crecimiento de las emisiones de obligaciones ha sido sensiblemente superior a la tasa de crecimiento de las emisiones de acciones, y ello es completamente lógico teniendo en cuenta las progresivas dificultades que las empresas han tenido para efectuar ampliaciones de capital, al estar sus cotizaciones en muchos casos por debajo de su valor nominal.

Por esta razón y mientras las circunstancias del mercado secundario no varíen, las empresas continuarán recurriendo con mayor habitualidad a la financiación por la vía de emisión de obligaciones que por ampliaciones de capital, y a ello contribuirá la reforma de los artículos 111 y 114 de la Ley de Sociedades Anónimas. La modificación del artículo 111 supuso que las Sociedades podrán emitir obligaciones siempre que el importe total de la emisión no sea superior al capital social desembolsado más las reservas efectivas que especialmente se afecten a estas emisiones. Hasta 1979 las emisiones de obligaciones venían limitadas a una cifra equivalente al capital social.

Por lo que afecta al artículo 114, entre los instrumentos de garantía que podrán ofrecer las empresas a los suscriptores, se incorpora por primera vez la posibilidad de aval solidario de Banco Oficial o privado o de Cajas de Ahorro.

Es preciso señalar, no obstante, que los niveles de endeudamiento de las empresas españolas son ya muy elevados en el momento actual, lo que unido a un notable acortamiento de los plazos de amortización, que han pasado de 25 años en las emisiones que se efectuaban en los años 50 a 3 ó 5 años en las emisiones actuales, puede determinar, junto con el notable incremento del coste de las emisiones, que las empresas se vean limitadas, no por razones jurídicas sino puramente financieras, en su capacidad de apelación a este mercado.

En efecto, el actual coste de los recursos obtenidos por la vía de emisiones de obligaciones, incluyendo comisiones, impuestos y gastos de publicidad, puede estar comprendido entre el 16% y el 22%.

Por otra parte, los tradicionales suscriptores de obligaciones y acciones (Cajas de Ahorros y Compañías de Seguros) son cada vez menos activos en este campo, ya que los coeficientes de inversión obligatoria de las Cajas de Ahorros están siendo objeto de una paulatina reducción, mientras que las Compañías de Seguros suscriben fundamentalmente títulos del sector público, probablemente como consecuencia de la suspensión del pago de principal e intereses que se ha producido en emisiones de obligaciones de algunas empresas industriales de primera categoría durante los últimos años.

Por el contrario, los inversores privados se hallan cada vez más atraídos por este tipo de inversión, especialmente como consecuencia del sensible incremento que se ha producido en los tipos de interés y de la mayor preocupación de las entidades emisoras por suministrar liquidez a estos títulos en el mercado secundario.

Es evidente que las empresas que quieran acudir a este medio de financiación deberán progresivamente colocar sus emisiones entre el público, utilizando a tal fin los servicios de consorcios de aseguramiento y distribución de emisiones, que están desarrollando en este momento una labor muy eficaz para contribuir a la difusión de este tipo de emisiones, tradicionalmente reservadas a las Cajas de Ahorros, entre los inversores privados.

Por lo que afecta a las **emisiones de acciones**, como consecuencia de la fuerte crisis que se ha producido en el mercado secundario, la tasa de crecimiento de las emisiones de títulos de renta variable ha sido sensiblemente inferior a las de las obligaciones y fondos públicos. Es más, aunque los volúmenes aparentes de emisiones presentan cifras sensiblemente altas, la realidad es que muchas de estas emisiones se están efectuando sin desembolso alguno o con desembolso parcial, mediante incorporaciones de reservas a capital.

Las emisiones de acciones con desembolso representan, en este momento, apenas el 50% del volumen total de emisiones de títulos de renta variable.

Las causas por las que se ha producido esta situación son evidentes. Por una parte, como consecuencia de la actual crisis económica, existe no solamente en España, sino a nivel mundial, una profunda carencia de **capital de riesgo**. Las elevadas tasas de inflación existentes en el momento actual, junto con el fuerte reajuste de las acciones de las principales empresas, han alejado progresivamente a los inversores del mercado de acciones, lo que, unido al hecho antes comentado de que más de un 80% de las sociedades cotizadas tienen en estos momentos sus títulos por debajo de la par, dificulta considerablemente la posibilidad de financiación de las empresas por esta vía.

e) **La financiación de las empresas a través del Mercado de Valores**

Otro módulo para fijar la importancia de un mercado nacional es el referente al peso que la financiación por la vía de emisión de acciones y obligaciones tiene sobre la financiación total de las empresas. Este aspecto se ha recogido en el Cuadro III.

De este cuadro se deduce que las nuevas emisiones han tenido un peso en la financiación externa del sector privado comprendido entre la décima y la tercera parte, destacando dentro de los diez últimos años los ejercicios 1967 y 1970, en los que el

mercado de emisiones contribuyó sustancialmente a la financiación exterior de las empresas.

Ello significa que el mercado de emisiones ha tenido un peso sensible en nuestro país en la financiación del sector privado, peso comparativamente mayor que en los restantes países europeos. Si bien como consecuencia de la crisis económica y bursátil este peso ha bajado sensiblemente en los últimos años. A pesar de ello muchas de las principales empresas españolas han cubierto prácticamente los dos tercios de su financiación a través de emisiones de acciones y obligaciones.

Teniendo en cuenta todos los indicadores analizados, cabría concluir que la dimensión y el peso del mercado de valores español es claramente comparable con los de los principales mercados europeos, lo que contradice el criterio superficial de mercado raquítico y marginal existente, sobre todo por desconocimiento, fuera de nuestras fronteras.

V. ASPECTOS NEGATIVOS DEL MERCADO DE VALORES ESPAÑOL

No todos los aspectos relativos al mercado de valores español son, sin embargo, positivos. En algunas vertientes es preciso desarrollar grandes esfuerzos en nuestro país, especialmente para mejorar la estructura y operatividad de nuestro mercado de valores. Estos aspectos negativos podrían resumirse de la siguiente forma:

a) Capitalización bursátil

Si bien es cierto que la capitalización bursátil de los títulos cotizados en las Bolsas españolas ha sido relativamente elevada, es preciso señalar que ello se debió en parte al alto **nivel comparativo** de las cotizaciones de los títulos españoles en relación con los extranjeros, debido al aislamiento de nuestro mercado y a la escasa posibilidad de efectuar inversiones en los mercados extranjeros, limitada a un reducido número de Sociedades y Fondos de Inversión. Ello ha impedido que se produzca una ósmosis entre nuestras Bolsas y las Bolsas extranjeras, haciendo que los niveles internos hayan estado relativamente más altos que los exteriores, como fue el caso del período 1965-1974, o a la inversa en el período 1975-1980, en que los movimientos de nuestro mercado fueron en muchos casos contrarios a los de los mercados mundiales.

Por otra parte, dentro de la capitalización bursátil existe una fuerte concentración en muy pocos sectores, lo que a estos efectos hace que nuestro mercado sea menos representativo que los mercados internacionales de la verdadera base de sus principales sectores y empresas.

En el cuadro XVIII se refleja el peso que las diez primeras empresas de cada país tienen en el volumen de capitalización bursátil total. En España las diez primeras empresas absorben el 49% de la capitalización bursátil total, peso a todas luces exagerado, aunque superado en Holanda, Suiza y Bélgica. Los mercados más desarrollados (Estados Unidos, Japón e Inglaterra) presentan porcentajes sensibles más bajos.

El mismo fenómeno se observa desde el punto de vista del peso de los diversos sectores en nuestro mercado de valores (Cuadro XIX).

La capitalización bursátil de los tres primeros sectores (Bancos, Eléctricas y Monopolios) representa aproximadamente el 76% de la capitalización bursátil total, mientras que es desproporcionalmente reducido el peso de los sectores de gran importancia como el Químico, Siderúrgico e Inmobiliario. Otros sectores como Construcción, Comercio y Alimentación están insuficientemente representados en nuestras Bolsas. Finalmente, están prácticamente ausentes de nuestro mercado las empresas del INI, las empresas con participación extranjera y las empresas agrarias.

Este desequilibrio implica grandes problemas desde el punto de vista de concentración de las inversiones en muy pocos sectores y valores, que además representan más bien al sector financiero y de servicios, en detrimento de los sectores industriales, situación inversa a la de los más destacados mercados extranjeros.

b) Número de títulos admitidos a cotización

Otro aspecto negativo del mercado de valores español es que, aunque el número de empresas admitidas a cotización es relativamente elevado, cerca de 700, sólo un número de títulos comprendido entre 150 y 200 son objeto de una contratación regular en nuestras Bolsas, cifra insuficiente que refleja un desfase entre la decisión de las empresas de cotizar sus títulos en Bolsa y la creación de un verdadero mercado para sus títulos.

Por otra parte, menos del 50% de las 300 primeras empresas españolas tienen sus títulos admitidos a cotización y hay sectores enteros no representados en absoluto o insuficientemente presentes en el mercado de valores español.

Parece conveniente analizar, aunque sea de una manera breve, cuáles son las razones por las que las empresas españolas presentan una cierta resistencia a introducir sus acciones en Bolsa. Las objeciones que habitualmente plantean los empresarios se refieren, fundamentalmente, a tres vertientes: informativa, fiscal y de control.

Las empresas españolas están todavía poco habituadas a facilitar una **información** adecuada, lo que contrasta con las exigencias que, a este respecto, plantean los inversores y dentro de ellos, particularmente, los inversores institucionales. Es evidente, sin embargo, que la empresa que desea acudir al mercado con garantías de éxito debe estar dispuesta a facilitar a los accionistas actuales y potenciales, es decir, a los posibles inversores, sean institucionales o privados, una información objetiva, amplia y regular. Es imposible convencer a un inversor de que adquiera una participación en una empresa sin antes disponer de unos datos adecuados sobre la misma, que le permitan enjuiciar la oportunidad y conveniencia de efectuar una inversión en condiciones idóneas. Afortunadamente, en nuestro país la información por parte de las empresas admitidas a cotización ha sufrido un profundo cambio y hoy en día las Memorias de las Compañías son mucho más explícitas, existen informes periódicos semestrales e, incluso, trimestrales, manifestándose un verdadero deseo por parte de los empresarios de facilitar cualquier otro canal de información tales como visitas a instalaciones, coloquios o sesiones de información, etc.

Por su parte las autoridades económicas y las Bolsas han hecho un gran esfuerzo por incrementar la cantidad y calidad de la información a los inversores, y de ello es muestra el Servicio de Información Bursátil (SIB) creado con importantes medios y un gran esfuerzo económico por la Bolsa de Madrid, iniciativa que está siendo seguida por otras Bolsas españolas.

Otra de las objeciones que plantea el empresario antes de solicitar la incorporación de sus títulos a cotización es su preocupación por el **problema fiscal**. La mayor apertura a la información y a la necesidad de mostrar más claramente la interioridad de las empresas preocupa a muchos empresarios, que consideran que las empresas cotizadas en Bolsa pueden encontrarse en condiciones de inferioridad, a estos efectos, respecto a otras empresas que no tengan sus títulos admitidos a cotización.

Afortunadamente en nuestro país se va adquiriendo conciencia de que la imposición es algo que viene ligado al desarrollo económico-social del país; la conciencia fiscal, tanto del particular como del empresario, es cada vez más acusada.

Finalmente, preocupa también a las sociedades que tienen un marcado carácter familiar, el riesgo de pérdida de **control** que lleva consigo la mayor difusión de sus títulos a través del mercado. Podría argumentarse que si la propiedad de las acciones está muy diluida, un pequeño porcentaje de títulos bastaría para conservar este control. Sin embargo, el principal argumento en contra de esta posición consiste en que una mentalidad estrecha en este aspecto puede coartar cualquier desarrollo ulterior de la empresa, si ésta se supedita a los intereses individuales o de grupo.

Frente a estas objeciones, las empresas deberían plantearse las importantes ventajas que suponen su incorporación a Bolsa.

En efecto, las empresas cuyos títulos no cotizan en Bolsa encuentran grandes inconvenientes cuando desean **ensanchar su base** de accionistas, lo que dificulta las ampliaciones de capital; estas ampliaciones adquieren carácter público y su mecanismo se facilita notablemente en las empresas cuyos títulos se hallan admitidos a cotización. Lo mismo ocurre con la emisión de obligaciones.

En segundo lugar, no cabe la menor duda de que la ulterior negociación de las acciones a través del mercado bursátil eleva notablemente la **liquidez** de los títulos suscritos, ya que es completamente distinto el mecanismo de compra o venta de unos títulos según que estén éstos o no admitidos a cotización.

Finalmente, será preciso señalar que el mercado facilita a las empresas una potencialidad de **recursos** casi ilimitada, que es absorbida por sólo un pequeño núcleo de Sociedades, no sólo a través de nuevas emisiones de acciones, sino mediante la emisión de obligaciones, cuya colocación se hace mucho más fácil a las empresas cuyas acciones cotizan en Bolsa.

Es conveniente señalar que las empresas españolas van adquiriendo conciencia de estas ventajas y que es cada vez mayor el número de entidades que se plantean la conveniencia de introducir sus acciones en Bolsa. Sin embargo, todavía el número de nuevas empresas cotizadas sigue siendo reducido, existiendo escasas probabilidades de que este proceso cambie radicalmente, al menos a corto plazo.

c) Volumen de transacciones

También en este aspecto nuestro mercado de valores presenta cierto desfase con los más importantes mercados de valores extranjeros. Como puede observarse en el cuadro XX, el volumen de negociación se ha multiplicado por **veinte** en los últimos **quince** años, pero la liquidez de la Bolsa de Madrid es todavía insuficiente; sólo el 9% del volumen total de títulos admitidos a cotización es objeto de contratación anual, situación que contrasta con otros mercados más fluidos, como el japonés, americano y muchos europeos.

Aunque se añadiese el volumen de negociación de las Bolsas de Barcelona, Bilbao y Valencia y el correspondiente a Corredores Colegiados de Comercio, la liquidez de nuestro mercado se elevaría al 15%, estando a estos efectos todavía muy lejos de los mercados antes mencionados.

Aparte de la rigidez de la contratación, es difícil comprar en mercado alcista o vender en mercado bajista, lo que dificulta la operativa de los grandes inversores extranjeros, acostumbrados a operar en mercados más fluidos. La excepción son ciertos sectores, como el eléctrico o monopolios, en los que la fluidez es muy elevada.

Finalmente, sería preciso acelerar igualmente la **liquidación de las operaciones de ampliaciones de capital**.

Hay que reconocer, no obstante, que en estos aspectos nuestras Bolsas han dado importantes pasos, a través del nuevo sistema de liquidación y la introducción de nuevas modalidades de contratación, tales como el crédito al mercado, recientemente abierto también a los inversores extranjeros. Otras modalidades, como el mercado de opciones están también en estudio por nuestras Bolsas, en las que también recientemente se inició con gran éxito la negociación de letras, con volúmenes crecientes.

d) Volumen de emisiones

Ya se ha señalado anteriormente que el mercado de emisiones español es muy activo, habiendo tenido un peso en la financiación de las empresas incluso superior al de otros países con mercados financieros más desarrollados.

Sin embargo, a este respecto conviene hacer algunas reservas y matices.

En primer lugar, es preciso señalar el importante peso que tienen en el volumen de emisiones los **Fondos Públicos**, peso que ha ido incrementándose considerablemente en los últimos años, restando posibilidades de financiación al sector privado.

Otro aspecto a destacar es que las **obligaciones** emitidas por las empresas son suscritas fundamentalmente por las Cajas de Ahorro y otras instituciones financieras. Efectivamente, alrededor del 70% del volumen total de emisiones y obligaciones es suscrito por las Cajas de Ahorro y un 10% por los Montepíos y Mutualidades Laborales y por las Compañías de Seguros. Los inversores privados no participan sino en un 20% en la suscripción de las emisiones de obligaciones y bonos.

Como las Cajas de Ahorro no han podido hasta 1977 efectuar inversiones en obligaciones que no tuviesen el carácter de "calificadas" por la Junta de Inversiones, y como las condiciones de las emisiones debían ser previamente aprobadas por la Dirección General de Política Financiera, del Ministerio de Hacienda (actualmente Economía) es evidente que ha existido una gran **rigidez** tanto en el mercado de emisiones de renta fija como en su mercado secundario. El criterio de la Administración fue, hasta fecha reciente, establecer una regulación prácticamente uniforme para todas las empresas en cuanto a la modalidad de las emisiones (particularmente, en la fijación de los tipos de interés y restantes formas de retribución a los inversores). Como consecuencia de ello, las empresas de tipo medio o pequeño se han encontrado en claras condiciones de inferioridad respecto a las grandes empresas, que han sido las principales beneficiarias de este instrumento de financiación.

Aún dentro de las grandes empresas, los porcentajes mayores de financiación obtenidos a través del mercado de emisiones quedan concentrados en sectores específicos (particularmente el Sector Eléctrico y Monopolios), por lo que si, en teoría, este canal financiero está abierto a cualquier tipo de empresas, siempre que reúnan las características necesarias para interesar a los inversores, sólo un número muy reducido de empresas han podido en la práctica hacer uso de este instrumento de financiación.

La financiación a través de las emisiones de acciones es difícil en un entorno de crisis bursátil y no ha sido debidamente utilizada en nuestro país en las épocas de alza, debido a la resistencia de las empresas a incorporar sus acciones a la cotización oficial y a la costumbre impuesta por el mercado de efectuar operaciones de **ampliaciones de capital a par**.

Es ésta una característica de nuestro mercado de emisiones que solamente se repite en el Japón, donde son también habituales las ampliaciones a la par. Por el contrario, en los restantes países, las emisiones de acciones se efectúan a precios próximos a la cotización en Bolsa de las acciones, lo que permite una menor dilución de los beneficios.

En Estados Unidos las ampliaciones de capital se suelen efectuar con un moderado descuento sobre la cotización. La misma terminología muestra el distinto carácter de los inversores de uno y otro país, ya que en el mercado americano se habla de emisiones "con descuento", mientras que en nuestro país hablamos habitualmente de ampliaciones con "prima". Incluso, psicológicamente, es evidente que el inversor americano tiene la sensación de poder comprar una acción a través de las ampliaciones de capital a un precio inferior al del mercado, mientras que el inversor español estima que si la ampliación es con prima, es objeto de una penalización por parte de la empresa emisora.

Finalmente, convendría modificar el sistema impuesto por la Ley de Sociedades Anónimas que impide la emisión de acciones por debajo de su valor nominal, lo que priva de ese canal de financiación a las empresas cuyos títulos cotizan bajo la par, dejando en libertad a las sociedades para que fijen el precio de emisión de sus acciones, autorizar la posibilidad de que las empresas mantengan por plazos más largos sus propias acciones en cartera, regular las sociedades de capital variable y sustituir el actual sistema de cotización en porcentaje del nominal, solamente existente en nuestro país, en Alemania y Japón.

e) La financiación de las empresas a través del mercado de valores

Si en el capítulo anterior se ha analizado el peso del mercado de valores en la financiación de las empresas, reflejándose el importante peso que ésta supone sobre todo para las grandes empresas, conviene volver sobre el Cuadro III para hacer el contrapunto de esta visión positiva.

El análisis de este cuadro permite deducir varias importantes conclusiones. En primer lugar el fuerte peso de las Entidades de Crédito en la financiación del sector privado.

Hecho más destacable todavía es que este peso de la Banca y de las Cajas de Ahorro en la financiación del sector privado ha crecido considerablemente durante los últimos años, en perjuicio del mercado de emisiones, cuyo peso en la financiación externa del sector privado ha sido muy irregular, estando comprendido entre un máximo del 31,7% en 1970 y un mínimo del 9,5% en 1981. Si la participación de este mercado había crecido

fuertemente durante el período 1965-1970, durante los últimos años ha reducido sensiblemente su influencia, a pesar de que en términos absolutos el volumen de emisiones ha crecido fuertemente, como antes se indicaba.

Este hecho adquiere más relieve si en lugar de analizar globalmente el mercado de emisiones se examina sólo la participación en el mismo del "resto del mercado", es decir instituciones financieras fuera del sistema crediticio (Compañías de seguros, Sociedades y Fondos de Inversión) e inversores privados. Este "resto del mercado" que fue muy activo durante el período 1965-1970, llegando a aportar hasta el 18,4% del total de financiación externa del sector privado, ha perdido progresivamente peso, para bajar su participación al 4,8% en 1981. A este hecho puede no ser ajena la crisis bursátil de 1970, que afectó fundamentalmente a los Fondos de Inversión y a los inversores privados, que habían sido grandes aportadores de recursos a la Bolsa en el período 1965-1970, así como la más reciente y prolongada crisis del período 1974-1980.

La primera deducción que cabría hacer, por tanto, es que el peso del sistema crediticio en la financiación del sector privado es en nuestro país decisivo, bien por la vía directa del crédito, bien por la vía indirecta de la suscripción de acciones y, especialmente, de obligaciones. Este peso es, en nuestro país, sensiblemente superior al de los países desarrollados, destacando la influencia de las Cajas de Ahorros por la vía de suscripción de obligaciones.

Otra conclusión es que el mercado de emisiones, en cierta medida, viene a constituir el complemento de la actividad del sistema crediticio. En los períodos en que este último disminuye, especialmente por razones de política monetaria, su capacidad de acción, el mercado de emisiones viene, en cierta medida, a suplir la falta de recursos suministrados por aquél. Es así como, por ejemplo, en los años 1967 y 1970, el mercado de emisiones, y dentro de él, el resto del mercado, presenta sus cotas más altas. El hecho no se repite, sin embargo, a partir de 1974, pese a períodos de política monetaria restrictiva, quizás debido a que el mercado de valores entró en una nueva crisis mucho más grave y duradera que la de 1970.

La dependencia de las empresas españolas del sistema crediticio (Banca oficial, Banca privada, y Cajas de Ahorro) se agrava todavía si se tiene en cuenta la baja tasa de autofinanciación de las empresas españolas, que no alcanza el 30% de sus inversiones, frente al 65% en los Estados Unidos, el 50% en Alemania y Francia y el 40% en Inglaterra e Italia. Sólo el Japón presenta una tasa de autofinanciación próxima a la española, debido a la fuerte tasa de crecimiento de la economía japonesa, que obliga a las empresas a efectuar fuertes inversiones, insuficientemente financiadas por recursos generados por las propias empresas.

Como consecuencia de ello, la vulnerabilidad de las empresas españolas ante políticas crediticias restrictivas es muy alta y ello, unido a la insuficiencia de la financiación por la vía del crédito a medio y largo plazo, hace urgente una más decidida participación de otras instituciones financieras en la financiación del sector privado.

De ahí la importancia de todas las medidas que se adopten para fortalecer e impulsar al mercado de valores y a las instituciones vinculadas al mismo (particularmente Sociedades, Fondos de Inversión y en el futuro Fondos de Pensiones).

VI. EVOLUCION DE LOS DISTINTOS MERCADOS DE VALORES DESDE EL PUNTO DE VISTA DE RENTABILIDAD PARA LOS INVERSORES. NIVELES COMPARADOS DE LOS PRINCIPALES INDICADORES BURSATILES.

Un último aspecto a considerar es el mercado secundario y su comportamiento durante los últimos años, desde el punto de vista del rendimiento de los inversores y su nivel comparativo en relación con los principales indicadores bursátiles: Relación cotización/beneficio (PER), relación cotización/valor contable y Rentabilidad en dividendos.

Para ello dividiremos el análisis en dos períodos: 1958-1974 y 1975-1980.

Sólo el mercado japonés tuvo un comportamiento más favorable que el español durante el primer periodo analizado (1958-1974). Las Bolsas españolas subieron en este periodo un 324%. Aún comparado este alza con el aumento del coste de la vida, es evidente que el inversor no sólo se protegió contra la inflación, sino que obtuvo una sensible revalorización de su inversión, al margen de los dividendos percibidos.

Lógicamente, durante este período hubo fases alcistas y bajistas, lo que indica que el inversor que hubiese vigilado su cartera o los inversores instituciones que disponen de servicios técnicos adecuados, han podido todavía potenciar más el rendimiento de sus inversiones.

No es el mismo el caso de otros mercados internacionales. En Canadá, Holanda y Alemania el resultado obtenido por la vía de plusvalías fue mucho más modesto (comprendido entre el 37% y el 57% para todos el período). En Francia, la plusvalía fue sólo del 16% y del 6% y 4% respectivamente en Estados Unidos y Bélgica. Finalmente, el inversor experimentó pérdidas en Italia e Inglaterra.

Es preciso señalar que estas plusvalías lo son para el total del período analizado (16 años), por lo que la tasa media anual de rendimiento ha sido muy modesta. Si además se corrigieran estos índices con el aumento del coste de la vida, sólo Japón, España y Suiza presentarían una plusvalía real para los inversores.

La positiva evolución del período analizado 1958-1974 se invirtió durante el período 1975-1980. Mientras que en este período las Bolsas mundiales experimentaron fuertes alzas, la Bolsa española sufrió una baja del 70%, siendo la de peor comportamiento del total. Si a ello se añade el efecto de la inflación, se llega a la conclusión de que la pérdida de los inversores fue del 90%, es decir, **que una peseta invertida en 1974, tenía a fines de 1980 un poder adquisitivo equivalente a diez céntimos**. En un sentido inverso, si nuestra Bolsa estaba claramente sobrevalorada en 1974 en relación con los mercados internacionales, hoy está claramente infravalorada, a pesar de la importante reacción de la Bolsa en 1981, en que el Índice General de Cotizaciones experimentó un alza del 24,08%.

Ello se pone más claramente de relieve si se comparan a nivel internacional los principales indicadores del mercado (relación cotización/beneficio (PER), relación cotización/valor contable y rentabilidad en dividendos) y se examinan los niveles actuales de los valores que integran el índice de cotización de la Bolsa de Madrid.

a) Relación cotización/beneficio (PER) (Cuadro XXI)

Uno de los indicadores utilizados para medir el grado en que un mercado, sector o valor está sobrevalorado o infravalorado, es la relación de la cotización con el beneficio por acción (price/earnings ratio).

No es el momento de examinar conceptualmente este indicador, ampliamente estudiado por los mejores tratadistas en análisis de valores. Sólo cabe simplificar el concepto del PER señalando que una acción, sector o mercado está tanto más "caro" o "revalorizado", comparativamente, cuando más alto es su nivel de PER y tanto más depreciado o infravalorado cuanto más bajo es su nivel de PER.

En el cuadro XXI se incluye una comparación del PER de los principales mercados mundiales.

Cabe observar que el nivel de PER más alto en 1981 corresponde a Japón, seguido de lejos por Bélgica, Suiza y Suecia. El nivel más bajo es el de Holanda, influyendo en este último mercado el fuerte peso de los valores multinacionales (Royal Dutch-Shell, Philips, Unilever y Azco).

El nivel del mercado español es casi similar al de Canadá, Alemania e Inglaterra próximo al de Estados Unidos.

Esta situación contrasta con la de 1974, en la que nuestro mercado tenía el nivel de PER más alto de las Bolsas analizadas, con la excepción de Japón.

b) Relación cotización/valor contable (Cuadro XXII)

Refleja este indicador si la cotización de un valor está o no equilibrada con el valor patrimonial de la empresa a que corresponde. También en este caso, los niveles más altos de este indicador reflejan que una empresa, sector o mercado están sobrevalorados respecto a otros.

En este aspecto los mercados más sobrevalorados son Japón, Italia, Canadá, U.S.A. y Alemania, seguidos por Suecia, Inglaterra y Suiza. El país cuyo mercado se halla más **infravalorado** en este aspecto es España, seguido de Holanda, Francia y Bélgica.

El mercado español paga sólo el 41% del valor contable de las empresas, y esta situación también contrasta con la de 1974, en que se pagaba casi cuatro veces más que en la actualidad, siendo en aquellos momentos nuestro mercado tan caro a estos efectos como el japonés, alemán o norteamericano.

Es más, hoy día hay ciertos sectores en los que apenas se paga el 20% y aún el 10% del valor contable de las empresas, lo que refleja el grado de depreciación del mercado español.

c) Rentabilidad en dividendos (Cuadro XXIII)

Aquí el indicador juega a la inversa. Cuanto más alta sea la rentabilidad de un mercado más favorable es la inversión en el mismo, por ofrecer un rendimiento en efectivo más alto a sus inversiones.

El cuadro XXIII incluye la comparación de la rentabilidad en dividendos de los principales mercados.

Desde este ángulo, Italia, Japón y Suiza, son los mercados que ofrecen una rentabilidad más baja a sus inversores y, por tanto, aparentemente, los menos estimulantes desde este punto de vista.

Después del mercado belga la rentabilidad más alta la ofrece el **mercado español**, seguido del francés y holandés.

En la zona intermedia están Inglaterra, Alemania, U.S.A., Canadá y Suecia.

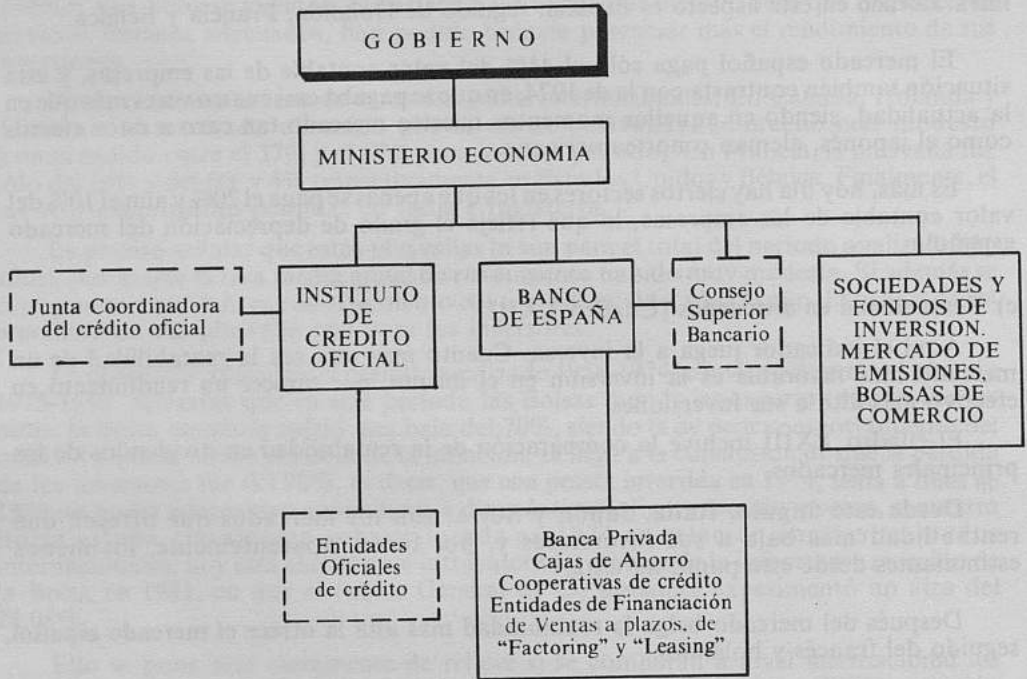
También a este respecto conviene señalar que la rentabilidad en metálico, cuando se trata de inversión en acciones, tiene una influencia generalmente menor en la decisión de inversión que la eventual potencial plusvalía a obtener por la revalorización de los títulos. No obstante, es evidente que en etapas menos positivas en los mercados, este factor adquiere un especial relieve, especialmente para aquellos inversores que buscan más bien una renta regular. A estos efectos, debe tomarse también en consideración la posibilidad de las empresas de mantener o aumentar sus dividendos, lo que depende en gran medida la capacidad de generación de beneficios.

En todo caso, la rentabilidad media de las acciones españolas es una de las más altas del mundo, existiendo sectores en que esta rentabilidad supera a la rentabilidad de las obligaciones, un hecho más que refleja el nivel de nuestro mercado.

Como conclusión cabría decir que el mercado de valores español está claramente infravalorado, utilizando los indicadores habituales. Esta situación es inversa a la que existía hasta 1974, en que nuestro mercado, junto con el japonés, era el más caro comparativamente con los demás mercados del mundo.

En consecuencia, nuestro mercado de valores presenta un importante potencial de cara al futuro, tanto en lo que afecta a su papel en la financiación de las empresas, como en el servicio a los inversores. Las recientes disposiciones sobre la Reforma del Mercado de Valores pueden contribuir, con una mejora de las condiciones del entorno y una futura regulación de las Instituciones de Inversión Colectiva, a su impulso y desarrollo, en beneficio de la economía española, de las empresas y de los inversores.

CUADRO I



CUADRO II

TOTAL DE LOS ACTIVOS EN CURSO AL FINAL DEL AÑO
(En miles de millones de pesetas)

	1962	1967	1972	1978	1979	1980	1981	Tasa de crecimiento anual	
								1972/81	1979/81
Banco de España	109,5	225,4	738,2	2.007,-	2.784,-	3.462,-	4.297,-	21,6	24,1
Banca Privada	648,5	1.250,-	4.164,-	15.008,-	18.000,-	22.965,-	28.755,-	23,9	25,2
Banca Comercial	617,8	1.156,-	3.644,-	12.636,-	15.086,-	19.560,-	24.686,-	23,7	26,2
Banca Industrial	—	94,-	520,-	2.372,-	2.914,-	3.405,-	4.069,-	25,7	19,5
Cajas de Ahorro	127,5	351,-	974,-	3.039,-	3.720,-	4.232,-	5.055,-	20,1	19,4
Ent. Ofc. Crédito	80,5	196,-	321,-	1.056,-	1.313,-	1.580,-	1.917,-	22,0	21,3
Cías. Priv. Seguros	30,4	—	99,-	n.d.	n.d.	—	—	—	—
Sociedades de Inversión	2,5	13,-	62,-	215,-	183,-	170,-	185,-E	—	—
Fondos de Inversión	4,-	1,1	36,4	17,0	17,0	17,6	16,-E	—	6,-

Fuente: Banco de España y Consejo Superior Bancario.

CUADRO III (A)
NUEVA FINANCIACION EXTERNA DEL SECTOR PRIVADO
(Miles de millones de pesetas)

CONCEPTO	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981E
SISTEMA BANCARIO												
Crédito de la Banca	128,0	200,3	351,6	481,9	543,2	476,5	727,2	868,2	506,4	929,8	1.303,0	1.429,2
Crédito de las Cajas de Ahorros	49,8	54,7	68,2	105,7	139,5	138,6	188,7	226,6	278,6	187,3	261,3	297,4
Entidades Oficiales de Crédito	7,2	6,8	-5,0	14,7	32,5	53,1	81,3	100,8	108,5	122,4	136,4	206,1
TOTAL SISTEMA CREDITICIO	185,0	261,8	414,8	602,3	715,2	768,2	997,2	1.195,6	893,5	1.239,5	1.700,7	1.932,8
EMISIONES DE ACCIONES Y OBLIGACIONES (1)												
Suscritas por la Banca	9,6	9,4	11,7	26,8	23,9	37,2	39,7	31,5	58,4	30,5	11,3	54,0
Suscritas por las Cajas de Ahorros	26,5	38,0	36,2	52,9	59,0	87,8	101,4	103,3	71,2	77,7	75,1	48,0
Suscritas por el resto de mercado	49,9	50,0	60,4	67,2	67,6	59,3	65,9	53,6	42,0	70,9	107,5	100,4
TOTAL MERCADO DE EMISIONES	86,0	97,4	108,3	146,9	150,5	184,3	207,0	188,4	171,6	179,1	193,9	202,4
TOTAL	271,0	359,2	533,1	749,2	865,7	952,5	1.204,2	1.384,0	1.065,1	1.418,6	1.894,6	2.135,2

(1) Emisiones netas de Acciones y Obligaciones de sociedades no financieras, con aportación de nuevos fondos.
Fuente: Banco de España.
Elaboración propia: AGESBAN, S. A. (Sociedad de Asesoramiento, Gestión y Estudios Financieros y Bancarios).

CUADRO III (B)

NUEVA FINANCIACION EXTERNA DEL SECTOR PRIVADO
Distribución porcentual

CONCEPTO	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981E
SISTEMA BANCARIO												
Crédito de la Banca	47,2	55,8	67,2	64,3	62,7	60,5	60,4	62,7	47,5	65,5	68,8	66,9
Crédito de las Cajas de Ahorros	18,4	15,2	13,0	14,1	16,1	14,6	15,7	16,4	26,2	13,2	13,8	13,9
Entidades Oficiales de Crédito	2,7	1,9	-1,0	1,9	3,8	5,6	6,7	7,2	10,2	8,6	7,2	9,7
TOTAL SISTEMA CREDITICIO	68,3	72,9	79,2	80,3	82,6	80,7	82,8	86,3	83,9	87,3	89,3	90,5
EMISIONES DE ACCIONES Y OBLIGACIONES (1)												
Suscritas por la Banca	3,5	2,6	2,3	3,6	2,8	3,9	3,3	2,3	5,5	2,2	0,6	2,5
Suscritas por las Cajas de Ahorros	9,8	10,6	6,9	7,1	6,8	9,2	8,4	7,5	6,7	5,5	4,0	2,2
Suscritas por el resto de mercado	18,4	13,9	11,6	9,0	7,8	6,2	5,5	3,9	3,9	5,0	5,6	4,8
TOTAL MERCADO DE EMISIONES	31,7	27,1	20,8	19,7	17,4	19,3	17,2	13,7	16,1	12,7	10,2	9,5
TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

(1) Emisiones netas de Acciones y Obligaciones de Sociedades no financieras, con aportación de nuevos fondos.

Fuente: Banco de España.

Elaboración propia: AGESBAN, S. A. (Sociedad de Asesoramiento, Gestión y Estudios Financieros y Bancarios).

CUADRO IV

**EVOLUCION DE LOS DEPOSITOS BANCARIOS
Y DE LAS CAJAS DE AHORROS EN EL PERIODO 1964-1980**
(En millones de pesetas)

	<u>B. Comercial</u>	<u>B. Industrial</u>	<u>Total</u>	<u>Cajas Ahorros (1)</u>	<u>TOTAL</u>
1964	459.207	14.505	473.712	187.912	661.624
1967	677.164	38.222	715.386	334.997	1.050.383
1970	1.131.761	91.592	1.224.353	602.433	1.826.786
1974	2.578.266	395.553	2.973.819	1.319.963	4.293.782
1975	3.023.743	484.994	3.508.737	1.624.226	5.132.963
1976	3.563.814	593.768	4.157.582	1.987.361	6.144.943
1977	4.334.801	567.485	4.902.286	2.398.738	7.301.024
1978	5.015.599	769.219	5.784.818	2.896.379	8.681.197
1979	5.981.138	878.791	6.859.929	3.440.807	10.300.736
1980	7.175.294	1.051.473	8.226.767	3.958.163	12.184.930
1981	8.519.806	1.187.733	9.707.539	4.667.255	14.374.794
Tasa % crecimiento anual acumulado					
1964/1981	18,7	29,6	19,4	20,8	19,9
1975/1981	18,9	16,1	18,5	19,2	18,7
1980/1981	18,7	13,0	18,0	17,9	18,0

Fuente: Consejo Superior Bancario.

(1) En Cajas de Ahorros se incluyen los depósitos de la Caja Postal de Ahorros.

CUADRO V

**EVOLUCION DE LA INVERSION BANCARIA
CARTERA DE CREDITOS Y EFECTOS
Y CARTERA DE VALORES PRIVADOS 1964-1981**
(En millones de pesetas)

	1964	1970	1975	1978	1979	1980	1981	Tasa anual media de crecimiento	
								1975/81	1980/81
Créditos	121.380	301.065	1.161.727	1.933.587	2.358.021	3.379.024	4.590.225	25,7	35,8
Cartera de Efectos .	255.948	644.019	1.866.699	3.066.912	3.563.429	3.461.614	3.705.141	12,1	1,7
TOTAL INVERSION BANCARIA									
Crediticia	377.328	945.084	28.426	5.000.499	5.921.450	7.020.638	8.295.366	18,5	18,2
Valores Privados	26.103	62.002	211.726	344.498	369.348	387.269	455.317	13,6	17,6
Total	403.431	1.077.086	3.240.152	5.344.997	6.290.798	7.407.907	8.750.683	18,0	18,1

Fuente: Consejo Superior Bancario.

CUADRO VI (A)

COEFICIENTES ESTRUCTURALES - BANCA PRIVADA

	ACTIVO S/PASIVO = 100					PASIVO (%)				
	Cartera Efectos	Créditos	Inver. Bancaria Típica	Cartera Títulos Privados	Total	A la vista	Ahorro hasta 1 mes	Mayores plazos	Moneda extranj.	Bonos Caja
1964	52,4	24,8	77,2	5,3	82,6	49,1	30,4	18,3	1,2	1,0
1968	50,9	24,7	75,6	5,4	81,0	44,2	32,1	20,3	1,2	2,2
1972	53,6	26,8	80,4	4,6	85,0	38,7	24,8	30,7	2,7	3,1
1973	52,5	29,6	82,1	4,8	86,9	37,5	22,2	32,4	3,2	4,7
1974	52,5	31,4	83,9	5,3	89,2	36,7	20,3	34,0	3,3	5,7
1975	53,2	33,1	86,3	6,0	92,3	36,6	20,9	33,0	3,1	6,4
1976	55,7	33,9	89,6	6,4	96,0	36,9	21,3	31,6	3,7	6,5
1977	57,0	35,4	92,4	6,0	98,4	36,1	20,6	32,7	4,6	6,0
1978	53,0	33,4	86,4	6,0	92,4	34,4	19,9	35,9	4,47	5,28
1979	51,9	34,3	86,2	5,4	91,6	30,9	18,1	41,7	4,9	4,4
1980	44,3	41,1	85,4	4,7	90,1	29,1	16,6	44,1	6,1	4,1
1981	38,2	17,3	85,5	4,7	90,2	27,6	15,4	44,9	8,1	4,0

Fuente: Consejo Superior Bancario.

CUADRO VI (B)

COEFICIENTES ESTRUCTURALES - CAJAS DE AHORRO

	ACTIVO S/PASIVO = 100						PASIVO				
	SECTOR PRIVADO			SECTOR PUBLICO			% Total	A la vista	Ahorro hasta un mes	Mayores plazos	Vinculado
Inversión Bancaria Típica	Valores Indust. Prividos	Total Sector Privado	Inversión Bancaria Típica	Fondos Públicos	Total Sector Público						
1964 .	22,2	11,5	33,7	1,0	35,9	36,9	70,6	7,1	68,4	24,5	—
1968 .	37,5	24,6	62,1	1,2	25,5	26,7	88,8	7,5	67,9	23,9	0,7
1972 .	33,4	23,8	57,2	0,2	14,8	15,1	72,2	8,0	53,7	37,5	0,8
1973 .	42,9	30,6	73,5	0,4	16,7	90,2	90,4	53,1	37,4	37,4	0,6
1974 .	46,2	30,9	77,1	0,3	13,0	13,3	90,4	8,8	51,1	39,8	0,3
1975 .	45,9	31,1	77,0	0,3	11,1	11,4	88,4	9,1	50,3	40,4	0,2
1976 .	46,6	30,7	77,3	0,2	12,4	12,7	90,0	10,1	51,2	30,6	0,1
1977 .	47,8	29,9	77,7	0,2	9,6	87,5	10,7	52,0	52,0	37,3	n.s.
1978 .	49,9	27,5	76,4	0,3	10,2	10,5	86,9	11,3	52,2	36,5	n.s.
1979 .	46,5	25,0	71,5	0,7	10,2	11,0	82,5	11,2	51,8	37,0	n.s.
1980 .	47,1	23,4	70,5	1,1	10,2	11,3	81,8	11,2	50,3	38,5	n.s.
1981 .	46,7	20,4	66,7	1,5	9,9	11,4	78,1	11,2	48,1	40,7	n.s.

n.s.: no significativo.

CUADRO VII
EVOLUCION CREDITO OFICIAL
(En miles de millones de pesetas)

	<u>1972</u>	<u>1975</u>	<u>1977</u>	<u>1979</u>	<u>1980</u>	<u>1981</u>
Instituto Crédito Oficial	0,2	1,3	5,6	11,8	20,0	45,4
B. Crédito a la Construc.	98,4	125,6	208,3	326,8	399,1	490,6
B. Crédito Industrial ...	77,5	103,2	160,2	245,3	281,0	316,5
B. Crédito Local	53,4	76,8	147,5	256,3	299,7	336,6
B. Hipotecario	35,0	59,0	91,4	107,34	120,4	161,4
Crédito Ofic. a la Expor.	1,4	34,7	69,9	159,9	209,9	249,4
Crédito Social Pesquero	3,6	5,9	8,2	9,1	10,2	11,1
Total	<u>323,5</u>	<u>485,8</u>	<u>804,8</u>	<u>1.253,5</u>	<u>1.486,4</u>	<u>1.774,3</u>

Fuente: Banco de España e Instituto de Crédito Oficial.

CUADRO VIII
CREDITO OFICIAL
(Distribución porcentual sobre el total)

	<u>1972</u>	<u>1975</u>	<u>1976</u>	<u>1977</u>	<u>1978</u>	<u>1979</u>	<u>1980</u>	<u>1981</u>
Instituto Crédito Oficial	0,1	0,3	0,3	0,7	0,8	0,9	1,4	2,6
Crédito a la Construcción	30,5	25,9	26,1	25,9	26,9	26,1	26,8	27,7
B. Crédito Industrial	24,0	21,3	20,5	19,9	19,4	19,6	18,9	17,8
B. Crédito Agrícola	16,6	16,3	15,2	14,1	12,4	10,9	9,9	9,2
B. Crédito Local	16,5	15,7	16,3	18,3	18,6	20,4	20,2	19,0
B. Hipotecario	10,8	12,1	12,0	11,4	10,1	8,6	8,1	9,1
Crédito Ofic. Exportación	0,4	7,2	8,4	8,7	11,0	12,8	14,0	14,0
Crédito Social Pesquero	1,1	1,2	1,2	1,0	0,8	0,7	0,7	0,6
Total	<u>100,0</u>	<u>100,0</u>	<u>100,0</u>	<u>100,0</u>	<u>100,0</u>	<u>100,0</u>	<u>100,0</u>	<u>100,0</u>

Fuente: Banco de España e Instituto de Crédito Oficial.

CUADRO IX
CAPITALIZACION BURSATIL (Acciones)
(En miles de millones de dólares)

	1970	1974	1980	1981
Inglaterra	76	37	189,7	176,8
Alemania	29	44	71,3	62,5
Suiza	10	13	45,5	40,8
Francia	23	26	52,8	37,5
Italia	13	15	25	24
Holanda	12	11	24,5	20
Suecia	4,4	7,4	12,2	17
España	15	33	16,3	16,7
Dinamarca	0,9	2	4	4,4
Noruega	1	1,6	2,6	2,3
Austria	0,8	1,3	1,9	1,6
Europa	191	199	455,8	411,4
Estados Unidos	612	524	1.240	1.145,4
Canadá	43	44	113,3	104,1
América del Norte	655	568	1.353,3	1.249,5
Japón	42	122	356,6	402,7
Otros	22	25	154,9	237,1
Total Mundial	910	914	2.320,6	2.300,7

Fuente: Capital International.

CUADRO X
CAPITALIZACION BURSATIL (Acciones)

	Distribución porcentual s/total mundial			
	1970	1974	1980	1981
Inglaterra	8,4	4	8,2	7,7
Alemania	3,2	4,8	3,1	2,8
Suiza	1,1	1,4	2	1,8
Francia	2,5	2,8	2,3	1,7
Italia	1,4	1,6	1,1	1,1
Holanda	1,3	1,2	1,1	0,9
Suecia	0,5	0,8	0,5	0,8
España	1,6	3,6	0,7	0,7
Dinamarca	0,1	0,2	0,2	0,2
Noruega	0,1	0,2	0,1	0,1
Austria	0,1	0,1	0,1	0,1
Europa	21	21,6	19,8	18
Estados Unidos	67,3	57,3	53,4	49,8
Canada	4,7	4,8	4,9	4,6
América del Norte	73,0	62,1	58,3	54,4
Japón	4,6	13,3	15,4	17,5
Otros	2,3	3	6,5	10,1
Total Mundial	100%	100%	100%	100%

Fuente: Capital International.

CUADRO XI

CAPITALIZACION BURSATIL - BOLSA DE MADRID
(En miles de Millones de ptas.)

	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981
Efectos Públicos.....	310	297	383	292	290	296	303	315	413	413	524
Obligaciones.....	201	298	280	326	414	475	537	557	586	639	728
Acciones.....	1.043	1.420	1.767	1.736	1.979	1.642	1.290	1.259	1.153	1.312	1.625
TOTAL.....	1.554	2.016	2.331	2.355	2.684	2.414	2.088	2.119	2.054	2.354	2.877

Fuente: Bolsa de Madrid. Memoria Anual.

CUADRO XII

DISTRIBUCION PORCENTUAL DE LA CAPITALIZACION BURSATIL TOTAL

	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981
Efectos Públicos.....	20,0	14,8	12,2	12,3	10,9	12,3	12,4	14,3	15,3	17,6	18,2
Obligaciones.....	12,9	14,8	12,-	13,9	15,4	19,7	25,8	26,3	28,5	26,7	25,3
Acciones.....	67,1	70,4	79,8	73,8	73,7	68,0	61,8	59,4	56,2	55,7	56,5
	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fuente: Bolsa de Madrid. Memoria Anual

CUADRO XIII

NUMERO DE EMPRESAS ADMITIDAS A COTIZACION

	NACIONALES	EXTRANJERAS	TOTAL
EUROPA			
Inglaterra.....	2.397	376	2.733
Francia.....	604	162	766
España.....	661	2	663
Holanda.....	237	228	465
Alemania.....	229	169	398
Suiza.....	167		
TOTAL PAISES EUROPEOS ESTUDIADOS.....	4.295	1.097	5.392
Estados Unidos (NYSE).....	1.892	114	2.096
Canadá.....	428	n.d.	428
ASIA			
Australia.....	1.522	0	1.522
Japón.....	936	15	951
Hong Kong.....	475	21	496
TOTAL PAISES ASIATICOS ESTUDIADOS.....	2.933	36	2.969

Fuente: AGESPAN (Sociedad de Asesoramiento Gestión y Estudios Financieros y Bancarios).

n.d.: no disponible.

CUADRO XIV

**VOLUMEN DE NEGOCIACION (ACCIONES)
DE LAS PRINCIPALES BOLSAS MUNDIALES**
(En Miles Millones Dólares Americanos)

	1966	1970	1972	1975	1976	1977	1978	1979	1980
U.S.A.....	98,6	103,1	159,7	133,7	164,5	154,8	199,9	238,2	381
Japón.....	14,-	24,3	68,2	51,2	76,4	77,4	148,4	150,9	157
Inglaterra.....	5,-	10,6	25,1	19,6	12,9	17,6	18,6	24,2	36,-
Canadá.....	n.d.	n.d.	n.d.	5,4	6m7	6,9	11,1	19,3	27,7
Otros países.....	n.d.	n.d.	18,3	3,6	4,5	2,7	8,6	7,1	27,5
Alemania.....	1,1	3,3	7,-	11,2	9,9	12,-	17,3	14,-	15,2
Francia.....	2,4	4,1	8,2	7,3	5,6	4,5	10,6	11,2	13,7
Italia.....	2,8	2,9	2,9	2,1	1,7	1,1	2,2	3,9	9,5
Holanda.....	0,3	1,5	3,-	2,5	2,7	3,6	4,5	4,3	5,-
Bélgica.....	0,3	0,5	1,1	1,3	1,4	1,1	1,2	1,8	2,1
Suecia.....	0,1	0,1	0,3	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	1,8
España.....	0,4	0,9	1,9	2,9	2,9	1,5	1,8	1,5	1,5
Resumen total Europa (Sin Suiza)	12,4	23,9	49,5	47,4	37,6	41,8	56,6	61,3	84,8
Europa continental (Sin Suiza).....	7,4	13,3	24,4	27,8	24,7	24,2	38,-	37,1	48,8
Estados Unidos y Canadá.....	98,6	103,1	159,7	139,1	171,2	161,7	211,-	257,5	408,7
Japón y Bolsas asiáticas.....	14,-	24,3	86,5	54,8	80,9	80,1	157,1	158,-	184,5

Fuente: Capital International.

CUADRO XV

**VOLUMEN DE NEGOCIACION (ACCIONES)
DE LAS PRINCIPALES BOLSAS MUNDIALES**

	DISTRIBUCION PORCENTUAL S/ TOTAL MUNDIAL						TASAS DE CRECIMIENTO ANUAL ACUMULADO			
	1966	1970	1975	1977	1979	1980	1966/80	1975/80	1978/80	1979/80
Estados Unidos	79,0	68,1	55,4	54,1	50,1	56,2	10,1	23,3	38,3	60,0
Japón	11,2	16,1	21,3	23,1	31,6	23,2	18,9	25,1	2,8	4,1
Alemania	0,9	2,2	4,7	2,4	2,9	2,3	20,6	6,3	(6,3)	8,6
Inglaterra	4,0	7,0	8,2	8,5	5,0	5,3	15,1	12,9	39,0	48,8
Francia	1,9	2,7	3,1	2,8	2,3	2,1	13,3	13,4	13,7	22,4
Italia	2,2	1,9	0,9	1,0	0,9	1,4	9,1	35,2	107,8	243,6
Holanda	0,2	1,0	1,1	1,0	0,9	0,8	22,3	14,9	5,4	16,3
España	0,3	0,6	1,2	0,6	0,3	0,3	9,9	(12,3)	(8,7)	—
Suecia	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	22,9	29,2	112,1	450,0
Bélgica	0,2	0,3	0,6	0,4	0,4	0,4	14,9	10,1	32,3	16,7
Canadá	n.d.	n.d.	2,3	2,4	4,1	4,1	n.d.	38,7	58,0	43,6
Otros Países	n.d.	n.d.	4,5	3,6	1,4	3,5	n.d.	50,2	78,8	387,4
Total	100,0	100,-	100,0	100,0	100,0	100,0	12,8	23,0	26,4	42,2
RESUMEN										
Europa (Sin Suiza)	9,8	15,8	16,5	16,8	12,8	13,0	14,7	12,3	22,4	38,4
Europa Continental (Sin Suiza)	5,8	8,8	8,3	8,3	7,8	7,7	14,4	11,9	13,3	31,6
Estados Unidos y Ca- nadá	79,0	68,1	57,7	56,2	54,2	60,3	10,7	24,0	39,1	58,8
Japón y Bolsas Asiá- ticas	11,2	16,1	25,8	26,7	33,0	26,7	20,2	27,5	8,4	16,8

Fuente: Capital International.

CUADRO XVI

VOLUMEN DE EMISIONES (En miles de millones de pesetas)

Años	Efectos Públicos	Obligaciones y Bonos	Acciones	Total
1960	8,3	3,6	5,8	17,6
1961	13,4	4,5	8,6	26,6
1962	5,5	7,1	6,4	18,9
1963	11,6	12,8	9,5	33,1
1964	12,3	15,7	11,2	39,2
1965	19,1	22,2	17,8	59,1
1966	13,5	25,3	14,9	53,7
1967	16,0	24,7	23,4	64,1
1968	13,6	35,2	30,0	78,8
1969	10,0	27,1	38,7	75,8
1970	13,1	54,7	41,9	109,5
1971	28,0	41,8	43,3	113,0
1972	33,9	56,3	60,8	150,9
1973	24,2	95,5	63,5	183,2
1974	15,0	108,8	93,3	216,2
1975	16,0	116,1	102,1	234,3
1976	20,0	137,4	140,6	298,0
1977	46,0	145,9	98,3	290,2
1978	73,3	145,5	162,2	380,0
1979	140,8	153,8	130,1	424,7
1980	174,7	231,4	139,1	545,2
1981	190,4	292,1	150,6	633,1

Emisiones brutas de entidades financieras y no financieras, con y sin aportación de nuevos fondos.
Fuente: Bolsa de Madrid.

CUADRO XVII
VOLUMEN DE EMISIONES (Estructura porcentual)

Años	Efectos Públicos	Obligaciones y Bonos	Acciones	Total
1960	46.4	21.1	32.5	100
1961	50.6	17.1	32.3	100
1962	28.9	37.4	33.7	100
1963	34.3	37.7	28.0	100
1964	31.3	40.0	28.7	100
1965	32.3	37.5	30.2	100
1966	25.1	47.2	27.7	100
1967	25.0	38.5	36.5	100
1968	17.2	44.7	38.1	100
1969	13.2	35.7	51.1	100
1970	11.9	49.9	38.2	100
1971	24.8	36.9	38.3	100
1972	22.5	37.3	40.2	100
1973	13.2	52.1	34.7	100
1974	6.9	49.9	43.2	100
1975	6.8	49.6	43.6	100
1976	6.7	46.1	47.2	100
1977	15.9	50.3	33.8	100
1978	20.3	37.0	42.7	100
1979	33.2	36.2	30.6	100
1980	32.0	42.5	25.5	100
1981	30.1	46.1	23.8	100

Emisiones brutas de entidades financieras y no financieras, con y sin aportación de nuevos fondos.
Fuente: Bolsa de Madrid.

CUADRO XVIII
CAPITALIZACION BURSATIL DE LAS 10 GRANDES SOCIEDADES EN (%) DEL TOTAL NACIONAL

	1972	1973	1974	1976	1977	1978	1979	1981
Holanda	77	75	72	77.0	74.8	75.7	78.7	80.0
Suiza	76	74	68	74.6	63.9	63.4	59.2	57.8
Bélgica	51	50	50	42.9	59.1	58.0	58.7	58.1
España	61	53	56	61.3	54.0	57.1	47.8	49.1
Alemania	35	33	33	40.5	40.6	41.3	39.4	39.5
Italia	48	50	37	40.2	44.9	46.2	38.7	45.2
Suecia	52	47	45	44.3	43.8	44.0	37.5	34.2
Francia	24	23	24	22.3	23.7	24.2	29.3	24.6
Inglaterra	26	23	26	29.0	27.5	27.9	28.6	27.1
U. S. A.	22	24	19	20.5	20.1	20.4	19.4	17.1
Japón	17	17	14	13.9	14.5	13.0	14.1	15.6

Fuente: Capital International.

CUADRO XIX

CAPITALIZACION BURSATIL POR SECTORES
(En miles de millones de pesetas)

	Distribución Porcentual sobre el total												
	1972	1975	1977	1978	1979	1980	1981	1972	1975	1978	1979	1980	1981
B. Comerciales ..	422	717	409	370.0	455	625	29.7	36.1	34.2	32.1	34.5	34.5	38.6
B. Industriales ..	67	134	95	96	85	82	4.7	6.8	7.6	7.6	7.4	6.3	5.7
Electricidad	396	351	245	209	246	279	336	27.8	17.8	16.6	21.3	21.2	20.7
Comercio	14	33	22	19	15.0	13	14	1.0	1.7	1.5	1.3	1.0	0.9
Cemento y Aux.													
Construcción	23	29	23	25	27.3	28	35	1.6	1.6	2.0	2.4	2.2	2.2
Construcción	20	53	41	36	32.3	29	57	1.4	2.7	2.9	2.8	2.3	3.5
Inmobiliarias y Urbanizadoras ..	15	27	28	25	21.5	20	57	1.1	1.4	2.0	1.9	1.6	3.5
Inver. Mobiliaria	35	118	87	80	73.0	74	84	2.5	5.9	6.4	6.3	5.5	5.2
Agricultura y Ali- mentación	17	22	15	15	15.0	16	16	1.3	1.1	1.2	1.3	1.3	1.0
Monopolios	243	247	148	135	125.6	158	180	17.2	12.4	10.7	10.9	12.0	11.1
Navegación y Pesca	4	4	3	3	3.7	3	3	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3	0.2
Químicas y Pape- leras	74	134	86	104	87.0	75	83	5.3	6.8	8.3	7.5	5.8	5.1
Siderometalúrgi- ca y Minero	61	70	49	45	18.3	23	28	4.3	3.6	3.6	1.6	1.8	1.7
Otros	23	36	34	37	33.3	57	67	1.8	1.9	2.8	2.9	4.2	4.1
Total	1.420	1.979	1.290	1.259	1.153	1.312	1.620	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

Fuente: Bolsa de Madrid. Memoria anual.

CUADRO XX

**CLASIFICACION POR PAISES SEGUN LA RELACION VOLUMEN
DE CONTRATACION/CAPITALIZACION BURSATIL**

1966		1970		1975		1978		1980	
Japón	60,6	Japón	54,9%	Japón	38,2	Japón	52,6	Japón	41,0
Italia	27,2	Italia	21,4%	Inglaterra	26,3	Italia	25,7	U. S. A.	30,4
U. S. A.	19,3	U. S. A.	18,1%	Alemania	22,4	U. S. A.	24,5	Italia	29,5
Bélgica	8,2	Inglaterra	14,1%	U. S. A.	20,3	Alemania	23,4	Bélgica	24,7
Inglaterra	7,7	Holanda	12,1%	Holanda	17,2	Holanda	21,4	Holanda	23,0
Alemania	6,0	Alemania	10,5%	Italia	13,8	Inglaterra	16,9	Alemania	22,5
Holanda	5,9	Bélgica	9,1%	Bélgica	13,5	Bélgica	10,9	Inglaterra	19,5
España	5,1	España	5,4%	España	9,8	España	9,1	España	9,1

Fuente: Capital International.

CUADRO XXI

RELACION COTIZACION/BENEFICIO (PER)

1974		1978		1981	
Japón	18,2	Bélgica	21,1	Japón	18,2
España	18,0	Japón	19,2	Bélgica	15,3
Bélgica	13,1	Francia	15,8	Suiza	10,8
Alemania	11,3	Suecia	12,2	Suecia	9,0
U. S. A.	11,1	Alemania	10,6	Canadá	8,6
Inglaterra	9,3	Suiza	10,4	España	8,5
Holanda	8,9	Canadá	9,6	Alemania	8,5
Canadá	8,9	España	9,2	Inglaterra	8,3
Suiza	8,7	U. S. A.	8,4	U. S. A.	7,7
Francia	7,3	Inglaterra	8,4	Francia	7,5
Suecia	6,3	Holanda	7,0	Holanda	5,4

Fuentes: — España— AGESBAN (Sociedad de Asesoramiento, Gestión y Estudios Financieros y Bancarios).
Resto Bolsas: Capital International.

CUADRO XXII

RELACION COTIZACION/VALOR CONTABLE

1974		1978		1981	
Japón	1,57	Japón	1,95	Japón	2,15
Alemania	1,43	Alemania	1,49	Italia	1,26
España	1,40	Canadá	1,25	Canadá	1,25
U. S. A.	1,40	U. S. A.	1,22	U. S. A.	1,13
Canadá	1,27	Inglaterra	1,02	Alemania	1,10
Bélgica	0,99	Suiza	0,95	Suecia	0,98
Suiza	0,95	Bélgica	0,81	Inglaterra	0,96
Inglaterra	0,94	Francia	0,80	Suiza	0,85
Italia	0,89	Holanda	0,67	Bélgica	0,66
Suecia	0,88	Italia	0,67	Francia	0,58
Francia	0,87	Suecia	0,61	Holanda	0,54
Holanda	0,60	España	0,55	España	0,4

Fuente: — España— AGESBAN (Sociedad de Asesoramiento, Gestión y Estudios Financieros y Bancarios).
Resto Bolsas: Capital International.

CUADRO XXIII
RENTABILIDAD EN METALICO (%)

1974		1978		1981	
Bélgica	10,0	Bélgica	11,6	Bélgica	14,6
Holanda	7,9	España	11,4	España	8,7
Francia	6,3	Holanda	7,3	Francia	8,6
Inglaterra	5,8	Inglaterra	5,7	Holanda	7,7
Italia	5,6	Francia	5,6	Inglaterra	6,1
Canadá	4,5	U. S. A.	5,6	Alemania	6,3
Suecia	4,4	Alemania	5,0	U. S. A.	5,8
U. S. A.	4,2	Suecia	5,0	Canadá	4,6
España	4,1	Canadá	4,4	Suecia	4,2
Alemania	4,1	Italia	3,4	Suiza	3,5
Suiza	3,2	Suiza	3,0	Japón	1,7
Japón	2,9	Japón	2,1	Italia	1,6

Fuentes: — España— AGESBAN (Sociedad de Asesoramiento; Gestión y Estudios Financieros y Bancarios).
 Resto Bolsas: Capital International.

EVOLUCION DE LOS VALORES QUE COMPONEN EL INDICE GENERAL DE LA BOLSA DE MADRID (1-1-81/31-12-81)

VALORES	Cotización al 1-1-81 (Ajustada)	Cotización a 31-12-81	Variación en %	Cotización/Valor Contable	P.E.R.	Cotización/Cash-Flow por acción	Rentabilidad en dividendos	Rentabilidad total 1981
BANCOS COMERCIALES								
Andalucía	323,00	437	35,29	1,39	9,50	8,07	3,76	41,62
Atlántico (1.000)	223,00	232	4,04	1,36	14,23	10,44	4,24	8,45
Bilbao	251,00	335	33,47	1,20	11,62	8,62	4,61	39,73
Central	254,29	335	31,74	1,20	11,59	7,62	4,98	38,18
Español de Crédito (250)	197,43	325	64,62	1,06	10,30	7,55	5,66	75,20
Exterior	169,17	303	79,11	1,44	12,82	10,45	5,04	83,24
Hispano	211,01	325	54,02	1,35	10,99	8,52	4,57	56,27
Pastor (1.000)	220,24	260	18,05	1,12	14,03	9,54	5,16	21,87
Popular	242,35	345	42,36	1,07	8,17	6,85	5,19	49,17
Santander (330)	258,18	347	34,40	1,60	13,63	10,88	3,39	39,07
Valencia	261,00	311	19,16	0,87	9,35	7,05	6,08	25,06
Vizcaya	263,00	355	34,98	0,90	8,02	5,82	5,54	42,87
Medias simples			37,60	1,21	11,19	8,45	4,85	43,39
Medias ponderadas				1,22	11,05	8,24		
Variación índice sectorial 1-1 al 31-12-1981 .								40,36
BANCOS INDUSTRIALES								
Finanzas (1.000)	300,00	376	25,33	2,32	20,10	18,43	2,41	- 4,97
Fomento	116,69	160	37,12	0,68	7,61	6,76	8,71	49,47
Bankinter (1.000)	126,00	144	14,28	0,62	5,46	4,53	8,95	24,52
Urquijo (1.000)	148,00	214	44,59	0,81	9,81	8,90	7,31	55,17
Unión	103,88	126	21,29	0,86	15,21	11,67	—	10,42
Medias simples			28,52	1,06	11,64	10,06	5,48	26,92
Medias Ponderadas ...				0,80	9,35	8,03		
Variación índice sectorial 1-1 al 31-12-81								26,74
ELECTRICAS								
Viesgo	67,76	83,00	22,49	0,24	9,38	4,76	13,47	38,52
Fecsa (1.000)	57,55	64,75	12,51	0,21	7,08	4,20	18,17	33,21
Fenosa (1.000)	51,29	58,00	13,08	0,18	4,51	4,51	17,24	31,26
Hidrocantábrico	75,10	85,00	13,18	0,13	9,25	2,06	13,84	26,58
Hidruña	50,37	55,00	9,19	0,20	7,64	4,45	18,18	27,73
Hidrola	68,84	76,50	11,13	0,33	8,18	5,52	15,37	27,36
Iberduero	62,50	58,00	-7,20	0,18	5,19	2,97	21,30	12,56
Sevillana	55,18	59,50	7,83	0,20	6,88	3,11	19,76	28,25
Unión	64,03	72,00	12,45	0,22	7,82	4,10	16,33	29,69
Medias simples.....			10,52	0,21	7,65	3,96	17,07	28,35
Medias ponderadas				0,23	7,01	4,02		
Variación índice sectorial 1-1 al 31-12-1981 .								5,56

VALORES	Cotización al 1-1-81 (Ajustada)	Cotización a 31-12-81	Variación en %	Cotización/Valor Contable	P.E.R.	Cotización/Cash-Flow por acción	Rentabilidad en dividendos	Rentabilidad total 1981
ALIMENTACION								
Aguila	40	33	-17,50	0,09	—	4,72	—	-17,50
Azucarera	63	66	4,76	0,23	6,70	1,44	15,15	20,63
Ebro	260	330	26,92	0,42	12,85	3,65	5,61	34,04
Medias simples			4,73	0,25	6,52	3,27	6,92	12,39
Medias ponderadas				0,22	N.S.	2,88		
Variación índice sectorial 1-1 al 31-12-1981 ..								9,76
CEMENTOS, CONSTRUCCION E INMOBILIARIO								
Asland	90	126	40,00	0,32	23,28	3,94	9,52	48,43
Alba (1.000)	109,56	212	93,50	0,49	10,95	2,72	9,43	106,74
Valderrivas	115	225	95,65	0,22	15,57	4,51	6,22	107,82
Cristalería Española (1.000)	117,89	128	8,58	0,46	8,99	3,55	12,80	18,02
Uralita	127	93	-26,77	0,14	7,94	2,16	10,75	-18,90
Dragados	82	124	51,22	0,37	6,23	2,10	10,08	66,46
Est. Urbanos (1.000) ..	75	135	80,00	0,69	N.S.	8,73	—	80,00
Huarte	134	141	5,22	0,32	1,54	2,66	7,80	13,43
Vallehermoso	63	75	19,05	0,34	4,95	4,05	16,00	37,90
Inmob. Metro	88	86	- 2,27	0,24	7,26	6,95	6,92	10,80
Simane (1.000)	122	168	37,70	0,53	4,86	4,31	11,90	56,38
Urbis	22	16,50	-25,00	0,07	—	—	—	-25,00
Renta Inmobiliaria	56	68	21,43	0,34	6,39	6,20	13,53	37,86
Medias simples			30,64	0,35	7,54	3,99	12,77	41,53
Medias ponderadas				0,33	10,51	4,04		
Valoración índice sectorial 1-1 al 31-12-1981 ..								27,34
MONOPOLIOS								
Campsa	207,5	213	2,72	0,83	9,45	9,44	5,69	8,49
Tabacalera	102,35	116	13,34	0,76	8,20	8,46	11,21	24,12
Telefónica	61,33	73	19,03	0,33	7,36	2,48	15,07	44,16
Medias simples		35,12	35,12	0,64	8,34	6,79	10,66	25,59
Medias ponderadas				0,35	7,56	2,74		
Valoración índice sectorial 1-1 al 31-12-1981 ..								22,67

VALORES	Cotización al 1-1-81 (Ajustada)	Cotización a 31-12-81	Variación en %	Cotización/Valor Contable	P.E.R.	Cotización/Cash-Flow por acción	Rentabilidad en dividendos	Rentabilidad total 1981
SIDERURGICAS								
Altos Hornos	6,5	8,5	30,77	0,04	—	—	—	30,77
Duro-Felguera	68,18	206,00	202,14	0,45	4,04	2,43	7,99	215,68
Orbaiceta	188	124	-34,05	—	—	—	—	-34,05
Tubacex	21	62	195,24	0,21	—	4,41	—	195,24
Zardoya Otis (1.000) ..	195	232	18,97	0,83	8,89	5,61	21,12	57,21
Seat	16,5	20	21,21	0,37	—	—	—	21,21
Tudor	75	100	33,33	0,40	6,80	2,42	11,00	48,00
Fasa (1.000)	84	1,19	0,26	2,55	0,66	16,60	16,60	25,00
Motor Ibérica	34	30	-11,76	0,11	—	3,31	—	-11,76
Medias simples			4,57	0,27	2,23	1,89	6,30	60,81
Medias ponderadas				0,28	n. s.	n. s.		
Variación índice sectorial 1-1 al 31-12-1981 .								18,84
QUIMICAS Y TEXTILES								
Torras Hostench (1.000)	39	18	-53,85	0,06	n. s.	0,90	—	-53,85
Cros	19,69	30	52,36	0,16	n. s.	1,35	—	66,00
Energías	19,50	34,50	76,92	0,13	n. s.	1,98	—	76,92
Española del Oxígeno (1.000)	138	192	39,13	0,67	13,22	3,90	6,12	47,66
Explosivos	22	23,50	6,82	0,07	n. s.	0,86	—	6,82
Hidronitro	18,50	14	-24,32	0,06	—	—	—	-24,32
Cepsa	77	89,50	16,23	0,35	9,32	2,10	13,41	31,82
Sniace	23	32	39,13	0,18	—	—	—	39,13
Petromed (1.000)	144	144	—	0,33	6,02	3,57	9,81	9,81
Medias simples			16,94	0,22	3,17	1,63	3,26	22,21
Medias ponderadas				0,20	n. s.	2,04		
Variación índice sectorial 1-1 al 31-12-1981 .								13,85
VARIOS								
Finanzauto	41	51,50	25,61	0,17	3,97	1,98	19,42	50,00
Galerías Preciados	22	43	95,45	0,28	—	—	—	95,45
Unión y Fénix	367	337	-8,17	0,62	6,07	5,14	6,91	-1,83
Corporación Ind. Bancobao	56	55	-1,79	0,50	6,34	5,65	11,82	9,82
Medias simples			41,78	0,39	4,10	3,19	9,54	38,36
Medias ponderadas				0,36	n. s.	n. s.		
Variación índice sectorial 1-1 al 31-12-1981 .								4,99

DISCURSO DE CONTESTACIÓN POR EL ACADÉMICO DE NÚMERO

EXCMO. SR. DON JUAN DE ARTEAGA Y PIET,

Marqués de la Vega-Inclán

Artículo	Presupuesto de 1914	Presupuesto de 1915	Presupuesto de 1916	Presupuesto de 1917	Presupuesto de 1918	Presupuesto de 1919	Presupuesto de 1920	Presupuesto de 1921
Salarios	100	110	120	130	140	150	160	170
Indiferentales	20	22	24	26	28	30	32	34
Material	10	11	12	13	14	15	16	17
Alquileres	5	5	5	5	5	5	5	5
Impuestos	3	3	3	3	3	3	3	3
Seguros	2	2	2	2	2	2	2	2
Comisiones	1	1	1	1	1	1	1	1
Intereses	1	1	1	1	1	1	1	1
Reserva	1	1	1	1	1	1	1	1
Total	143	155	168	183	194	206	217	227

La Academia no se hace responsable de las opiniones expuestas en sus propias publicaciones.

(Art. 41 del Reglamento)

EXCELENTÍSIMO SEÑOR PRESIDENTE DE ESTA REAL CORPORACIÓN:

EXCELENTÍSIMOS SEÑORES ACADÉMICOS:

EXCELENTÍSIMOS E ILUSTRÍSIMOS SEÑORES:

SEÑORAS Y SEÑORES:

Me cabe el alto honor de contestar al discurso de recepción en nuestra Real Academia al Académico correspondiente por Madrid Ilmo. Sr. D. Mariano Rabadán Fornies, muy conocido y admirado en nuestros medios financieros por su doble participación Empresarial y docente.

Don Mariano Rabadán Fornies nace en Zaragoza, en cuya Universidad y Escuela de Comercio cursa los estudios de la Licenciatura en Derecho y del Profesorado Mercantil, respectivamente. Fue Secretario del Seminario Diego de Covarrubias, de la Cátedra de Derecho Civil de la mencionada Universidad y Profesor Auxiliar de la misma.

Tras su paso como Director General Adjunto del Diner's Club Español, es nombrado Director del Servicio de Estudios Financieros del Banco Popular Español y Director General de la Sociedad Anónima de Documentación y Análisis Financiero (DOFISA), entidad promovida por los Bancos de Bilbao, Popular Español, Urquijo, Exterior, Ibérico, Mercantil e Industrial y las Bolsas de Madrid y Barcelona.

Posteriormente es encargado de la creación, dentro del grupo Popular, de una Sociedad Gestora de Fondos de inversión, SOGEVAL, que administra dos Fondos, EUROVALOR Y EUROVALOR - 2, en la que desempeñó inicialmente el cargo de Director General, pasando a ejercer posteriormente las funciones de Consejero Delegado y Presidente. También fue designado Consejero Delegado de EUROGESTIÓN, Sociedad de Administración y Gestión de Patrimonios promovida por el Banco Popular Español y el Banco Europeo de Negocios.

Miembro fundador del Instituto Español de Analistas de Inversiones, es Secretario General del mencionado Instituto desde su fundación en 1965 hasta 1972, ocupando posteriormente los cargos de Vicepresidente y Presidente del mismo.

Simultáneamente desempeña funciones docentes como Profesor del Área de Finanzas del Instituto de Estudios Superiores de la Empresa (IESE), Facultad de la Universidad de Navarra, de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad Autónoma de Madrid y del CEU (Centro de Estudios Universitarios, Universidad Complutense de Madrid).

Fue asimismo miembro de la Comisión de Estudios de Financiación Exterior del Ministerio de Planificación y Desarrollo.

Actualmente es Presidente de GESTEMAR, S. A., Consejero Delegado de Inmobiliaria Simane, S. A., y Vicepresidente de AGESBAN, S. A., CONSORBAN Y MEDIBAN, S. A., entidades estas últimas de las que son socios los Bancos Exterior de España, Zaragozano, Sabadell, Guipuzcoano, March, Herrero, Internacional de Comercio, Más Sardá, López Quesada, la Confederación Española de Cajas de Ahorros y

la Caja de Ahorros de Madrid, así como la Société Générale de Banque, el Credit Lyonnais, el Deutsche Bank, el Midlank Bank y el Banco Árabe Español.

Aparte de sus actividades profesionales es Miembro del Consejo de Administración y del Comité Ejecutivo de la Federación Europea de Asociaciones de Analistas Financieros y Vicepresidente de la Sección Centro del Comité Español de la Liga Europea de Cooperación Económica (LECE). Es igualmente miembro de la Comisión de Economía de la Confederación Española de Organizaciones Empresariales (CEOE) y de su Comité Fiscal y Presidente del Comité de Financiación de la misma Organización. Presidente de la Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva (INVERCO) y miembro del Club Financiero Internacional.

Nuestro nuevo Académico correspondiente, que hoy tan gozosamente recibimos, nos ha presentado con el sugestivo y actual título, "Sistema Financiero y Bolsa. La Financiación de la Empresa a través del Mercado de Valores", un trabajo meritísimo ya que según sus propias palabras, "uno de los temas que en mayor medida preocupan a los empresarios, es la obtención de recursos financieros en adecuadas condiciones de volumen, costo y plazo. No siempre la estructura financiera de las empresas puede considerarse ortodoxa, pero no tanto por defectos de gestión, como por las propias deficiencias de los Mercados Financieros".

A lo largo de sus páginas recorre todo el campo financiero español actual con todo detalle y minuciosidad, con una gran riqueza de cuadros estadísticos puestos al día.

Al centrarse en el análisis de nuestro Mercado de Valores no se limita al marco en el que vive, sino que también hace un estudio comparativo con todas las principales Bolsas Mundiales. Analiza con detalle las principales características del mercado, tales como, capitalización bursátil, número de títulos admitidos a cotización, volumen del mercado, volumen de emisiones y las posibilidades de financiación de las Empresas a través del Mercado de Valores.

Con seriedad y profundidad estudia el tan discutido tema de la estrechez de la Bolsa española y poca liquidez de la misma, llegando a la conclusión de que "teniendo en cuenta los indicadores analizados, cabría concluir que la dimensión y el peso del Mercado de Valores español es claramente comparable con la de los principales Mercados de Valores europeos, lo que contradice el criterio superficial de mercado raquítrico y marginal prevaleciente, sobre todo por desconocimiento, fuera de nuestras fronteras".

Más tarde estudia los aspectos negativos del Mercado de Valores español. En él hay que considerar dos vertientes: la externa y la interna. La primera por las bruscas oscilaciones del mercado en las décadas de los años 60 y 70. No podemos olvidar los años clave para el estudio de la depresión de marzo de 1970, rápidamente superada con una espectacular recuperación llegando a la cota máxima el 12 de abril de 1974, en que por la transición política y la gran crisis mundial del petróleo, nuestra Bolsa baja espectacularmente hasta 1980, año en el que podemos decir que toca fondo, después de haber sufrido una baja del 70 %, y, como dice el nuevo Académico Ilmo. Sr. D. Mariano Rabadán Fornies, "si a ello se añade el efecto de la inflación, se llega a la conclusión de que la pérdida por los inversores ha sido del 90 %, es decir, que una peseta invertida en 1974, tiene hoy un poder adquisitivo equivalente a diez céntimos".

Dentro de la vertiente interna, hay que resaltar las grandes mejoras que la Bolsa española ha realizado estos últimos años, con su propio y exclusivo esfuerzo de modernización y ajuste a los nuevos tiempos. El arcaico sistema de liquidación ha sido sustituido por uno adaptado a las exigencias de los tiempos en que vivimos gracias a la fungibilidad de los títulos valores. Otro avance realmente extraordinario ha sido la entrada de la informática, que entre otras cosas ha permitido el SIB (Servicio de Información Bursátil) que facilita a todo inversor la posibilidad de obtener una información exhaustiva sobre cualquier clase de valor admitido a cotización, antes de tomar una decisión bursátil. La utilización de la Telemática da unas posibilidades asombrosas para el conocimiento de los hechos bursátiles.

Como reconocimiento de este hecho, la posición de vanguardia de la Bolsa española en el campo de la información, en la última reunión de la Federación Internacional de Bolsas de Valores celebrada en septiembre pasado en París, se creó la

comisión de informática eligiendo por unanimidad para la presidencia de la misma a la Bolsa de Madrid.

Para terminar este marco interno hemos de destacar la implantación del Mercado de Letras (10 de enero de 1980), alcanzando un volumen en 1981 de 61.340 millones de pesetas, con lo que se cuadruplicó la cifra lograda en el año de su iniciación.

En la vertiente externa la Bolsa española, siguiendo las indicaciones de la Comisión para el estudio del Mercado de Valores, está logrando una modernización y clarificación de la misma gracias a las recientes disposiciones de la Administración:

- Real Decreto 1.846/1980, de 5 de septiembre, por el que se modifica el artículo 41 del Reglamento de las Bolsas Oficiales de Comercio, que se refiere a la reglamentación del otorgamiento de cotización calificada a los títulos valores de nuevas emisiones.
- Real Decreto 1.847/1980, de 5 de septiembre, por el que se regula la información financiera de las entidades emisoras de títulos y valores que están, o pretenden estar, admitidos a Cotización Oficial.
- Real Decreto 1.848/1980, de 5 de septiembre, sobre ofertas públicas de adquisición de valores mobiliarios.
- Real Decreto 1.849/1980, de 5 de septiembre, por el que se regulan las órdenes de compra-venta y el régimen de aplicaciones sobre valores mobiliarios con Cotización Oficial.
- Real Decreto 1.536/1981, de 13 de julio, por el que se modifica el Reglamento de las Bolsas de Comercio en relación con sus preceptos relativos a la cotización simple y calificada, normas de contratación, actas de cotización y boletines oficiales de cotización.
- Orden de 10 de abril de 1981, sobre regulación del crédito al comprador y al vendedor en operaciones bursátiles de contado. (Siguiendo el modelo Norteamericano que constituye una novedad en las Bolsas de la CEE.)
- Orden de 10 de abril de 1981, sobre el desarrollo del Real Decreto 1.846/1980, de 5 de septiembre, que modifica el art. 41 del Reglamento de las Bolsas de Comercio.
- Orden de 25 de septiembre de 1981, sobre normas relativas a la cotización calificada contenidas en la sección c) del capítulo V del Reglamento de las Bolsas Oficiales de Comercio.
- Orden de 17 de noviembre de 1981, sobre información financiera de las entidades emisoras de títulos valores.

Con lo cual la reforma y la modernización de la Bolsa está alcanzando una perfección y clarificación no logradas hasta ahora.

Nuestro nuevo compañero de Academia, ha terminado su documentado y científico discurso de recepción, estudiando profundamente el comportamiento del Mercado de Valores español, empleando tres de los indicadores bursátiles más utilizados por los especialistas: relación cotización/beneficio, vulgarmente conocido por PER (Price/Earning Ratio); relación cotización/valor contable y rentabilidad en dividendo.

Lógicamente este comportamiento es diferente a lo largo del período estudiado. En los períodos de alza, la Bolsa española juega un papel similar a la Bolsa japonesa, ambas en cabeza por ser dos economías en plena expansión utilizando medios similares, como el tan criticado de ampliaciones a la par, que el beneficiario ha analizado con detalle.

En la actualidad tanto el PER, como la relación cotización/valor contable están muy lejos, llegando a reflejar la cotización solamente el 20 % del valor contable de algunas empresas. Consecuencia de lo cual es la alta rentabilidad del Mercado Bursátil español, lo que lleva a nuestro Académico a la conclusión de que "cabría decir que el Mercado de Valores español está claramente infravalorado, utilizando indicadores habituales. Esta situación es inversa a la que existía hasta 1974, en que nuestro mercado,

junto con el japonés, era el más caro comparativamente con los demás mercados mundiales.

Demos nuestra leal y sincera bienvenida en nuestra Real Academia, que hoy se enriquece con la incorporación a nuestra labor académica de una personalidad joven en el campo financiero español, el Ilmo. Sr. D. Mariano Rabadán Fornies, uno de nuestros más destacados analistas de inversiones, como lo ha demostrado con su documentado discurso, obra de investigación y estudio, esperando de él nuevas aportaciones científicas para prestigio de nuestra docta corporación.

Muchas gracias.

PUBLICACIONES DE LA REAL ACADEMIA DE CIENCIAS
ECONÓMICAS Y FINANCIERAS

- Anales de la Academia de Ciencias Económico-Financieras*, tomo I (Cursos de 1943-44; 1944-45; 1945-46; 1946-47), 1952.
- Anales de la Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras*, tomo V (Curso de 1957-58), 1958.
- Anales de la Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras*, tomo VI (Curso de 1958-59), 1960.
- Anales de la Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras*, tomo VII (Cursos de 1959-60 y 1960-61), 1966.
- Anales de la Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras*, tomo XI (Curso de 1968-1969), 1972.
- Preocupación actual por una política de familia y relación con la política económica* (Discurso por el Excmo. Sr. Pedro Gual Villalbí), 1945.
- Política fiscal* (Conferencia por el Ilmo. Sr. Don Alberto de Cereceda y de Soto), 1948.
- Ciencias Económicas y Política Económica* (Discurso de ingreso del Académico correspondiente para Bélgica, Hr. Henry de Lovinfosse), 1949.
- Balmes, economista* (Discurso de ingreso del académico numerario Excmo. Sr. Don Joaquín Buxó de Abaigar), 1949.
- La obtención y fijación de costes, factor determinante de los resultados* (Conferencia por el Excmo. Sr. Don Ricardo Piqué Batlle), 1951.
- Hacendística de Corporaciones Locales* (Discurso por el Excmo. Sr. Don Joaquín Buxó de Abaigar, Marqués de Castell-Florite), 1951.
- La productividad en los negocios* (Texto de las Conferencias del VI Ciclo pronunciadas en el Curso de 1950-51 por los Académicos numerarios Ilmos. Sres. Don Jaime Vicens Carrió, Don José Gardó Sanjuán, Don José M.^a Vicens Corominas, Don Juan Casas Tauler y Excmo. Sr. Don Ricardo Piqué Batlle), 1952.
- La Contabilidad y la política económica* (Conferencia por el Ilmo. Sr. Don Antonio Goxens Duch), 1954.
- El capital, como elemento económico-financiero de la empresa* (Discurso de ingreso del académico numerario Ilmo. Sr. Don Luis Prat Torrent), 1954.
- Las amortizaciones y el Fisco* (Discurso de ingreso del académico correspondiente, Excmo. Sr. Don Alfredo Prados Suárez), 1954.
- El gravísimo problema de la vivienda* (Discurso de ingreso del académico numerario, Ilmo. Sr. Don Luis Bañares Manso), 1954.
- El comercio exterior y sus obstáculos, con especial referencia a los Aranceles de Aduanas* (Discurso de ingreso del académico correspondiente, Excmo. Sr. Don Manuel Fuentes Irurozqui), 1955.

- Lo económico y lo extraeconómico en la vida de los pueblos* (Discurso de ingreso del académico correspondiente, Excmo. Sr. Dr. Don Román Perpiñá Grau), 1956.
- En torno a un neo-capitalismo* (Discurso pronunciado en la sesión inaugural del Curso de 1957-58 por el Excmo. Sr. Don Joaquín Buxó de Abaigar, Marqués de Castell-Florite), 1957.
- Nuevas tendencias hacia la unidad económica de Europa* (Conferencia por el Excmo. Sr. Don Manuel Fuentes Iruozqui), 1958.
- Análisis y pronóstico de la coyuntura* (Conferencia por el Ilmo. Sr. Don Antonio Goxens Duch), 1960.
- Lo social y lo económico en la empresa agrícola* (Conferencia por el Ilmo. Sr. Don Ricardo Torres Sánchez), 1960.
- Inflación y moneda* (Discurso de ingreso del académico numerario Ilmo. Sr. Dr. Don Cristóbal Massó Escofet, y contestación por el Ilmo. Sr. Dr. Don Rafael Gay de Montellá), 1960.
- Modificaciones sustantivas en el Impuesto de Derechos Reales* (Discurso de ingreso del académico numerario Ilmo. Sr. Don José M.^a Sáinz de Vicuña y García-Prieto, y contestación por el Ilmo. Sr. Don José Fernández Fernández), 1960.
- Repercusión de la depreciación monetaria en los seguros mercantiles y sociales y forma de paliarla con la mayor eficacia posible* (Conferencia por el Ilmo. Sr. Dr. Don Antonio Lasheras-Sanz), 1960.
- Un nuevo Balance. Contribución al estudio de la financiación empresarial* (Conferencia por el Excmo. Sr. Don Ricardo Piqué Batlle), 1960.
- El torbellino económico universal* (Discurso de ingreso del académico numerario Excmo. Sr. Dr. Don Félix Escalas Chamení, y contestación por el Excmo. Sr. Don Joaquín Buxó de Abaigar, Marqués de Castell-Florite), 1960.
- Contribución de las Ciencias Económicas y Financieras a la solución del problema de la vivienda* (Conferencia por el Ilmo. Sr. D. Federico Blanco Trías), 1961.
- ¿Crisis de la Economía, o crisis de la Economía Política?* (Discurso de ingreso del académico correspondiente para Italia, Prof. Dr. Don Ferdinando di Fenizio), 1961.
- La empresa ante su futura proyección económica y social* (Conferencia por el Ilmo. Sr. Don Luis Prat Torrent), 1962.
- Política y Economía* (Discurso de ingreso del académico correspondiente, Excmo. Sr. Don Manuel Fraga Iribarne), 1962.
- El empresario español ante el despegue de la economía* (Discurso de apertura del Curso de 1962-63, por el Presidente perpetuo de la Corporación, Excmo. Sr. Don Ricardo Piqué Batlle), 1963.
- Función social de la inversión mobiliaria* (Discurso de ingreso del académico numerario, Ilmo. Sr. Don Juan de Arteaga y Piet, Marqués de la Vega-Inclán, y contestación por el Excmo. Sr. Don Ricardo Piqué Batlle), 1965.
- La integración económica europea y la posición de España* (Discurso de ingreso del académico correspondiente, Ilmo. Sr. Dr. Don Lucas Beltrán), Tecnos, 1966.
- Los precios agrícolas* (Discurso de ingreso del académico correspondiente Ilmo. Sr. Dr. Don Carlos Caveró Beyard), 1966.
- Contenido y enseñanzas de un siglo de historia barcelonesa* (Discurso de ingreso del académico numerario Ilmo. Sr. Dr. Don Pedro Voltés Bou, y contestación por el Ilmo. Sr. Don Juan de Arteaga y Piet, Marqués de la Vega-Inclán), 1966.

- La información económica en la Ley de Sociedades Anónimas* (Discurso de ingreso del académico correspondiente, Ilmo. Sr. Don Enrique Fernández Peña), 1966.
- Bicentenario del inicio de la industrialización de España* (Texto de las conferencias pronunciadas en el XXII ciclo extraordinario del curso de 1966-1967, por el Excmo. Sr. Don Gregorio López Bravo de Castro, Ministro de Industria; Ilmo. Sr. Don Pedro Voltes Bou; Ilmo. Sr. Ramón Vilá de la Riva; Excmo. Sr. Don Narciso de Carreras Guiteras; Ilmo. Sr. Don Luis Prat Torrent, e Ilmo. Sr. Don Rodolfo Martín Villa, Director General de Industrias Textiles, Alimentarias y Diversas), 1967.
- Ahorro y desarrollo económico* (Conferencia por el Ilmo. Sr. Dr. Don Roberto García Cairó), 1967.
- Dinámica estructural y desarrollo económico* (Discurso de ingreso del Académico Numerario Ilmo. Sr. Dr. Don Antonio Verdú Santurde, y contestación por el Ilmo. Sr. Dr. Don Roberto García Cairó), 1967.
- La integración económica Iberoamericana* (Discurso de ingreso del académico correspondiente, Excmo. Sr. Don José Miguel Ruiz Morales), 1968.
- Los valores humanos del desarrollo* (Discurso de ingreso del académico correspondiente, Excmo. Sr. Don Luis Gómez de Aranda), 1969.
- La inaplazable reforma de la empresa* (Conferencia por el Ilmo. Sr. Don Luis Bañares Manso), 1970.
- El mercado monetario y el mercado financiero internacional* (Conferencia por el Ilmo. Sr. Don Juan Arteaga y Piet, Marqués de Vega-Inclán), 1970.
- Coordinación entre política fiscal y monetaria a la luz de la Ley Alemana de Estabilización y Desarrollo* (Discurso de ingreso del académico correspondiente, Excmo. Sr. Dr. Don Hermann J. Abs), 1970.
- La reforma de la Empresa* (Discurso de ingreso del académico correspondiente, Ilmo. Sr. Dr. Don Antonio Rodríguez Robles), 1970.
- El honor al trabajo* (Discurso de ingreso del académico correspondiente, Ilmo. Sr. Dr. Don Pedro Rodríguez-Ponga y Ruiz de Salazar), 1971.
- La rentabilidad de la Empresa y el Hombre* (Discurso de ingreso del académico numerario Ilmo. Sr. Don José Cervera y Bardera, y contestación por el Ilmo. Sr. Don Luis Prat Torrent), 1972.
- El punto de vista económico-estructural de Johan Åkerman* (Discurso de ingreso del académico de número, Ilmo. Sr. Dr. Don Luis Pérez Pardo, y contestación por el Ilmo. Sr. Dr. Don Antonio Verdú Santurde), 1972.
- La política económica regional* (Discurso de ingreso del académico de número Excmo. Sr. Don Andrés Ribera Rovira, y contestación por el Ilmo. Sr. Don José Berini Giménez), 1973.
- El entorno socio-económico de la Empresa multinacional* (Discurso inaugural del Curso de 1972-73, por el académico de número Ilmo. Sr. Don Juan de Arteaga y Piet, Marqués de Vega-Inclán), 1973.
- Posibilidades y limitaciones de la Empresa Pública* (Discurso de ingreso del académico de número Ilmo. Sr. Dr. Don José Perulles Bassas, y contestación, por el Ilmo. Sr. Dr. Don Pedro Lluch y Capdevila), 1973.
- Decisiones económicas y Estructuras de organización del Sector público* (Discurso de ingreso del académico correspondiente, Ilmo. Sr. Don José Ferrer Bonsons), 1973.
- Programa mundial del empleo* (Discurso de ingreso del Académico de número Ilmo. Sr. Don Joaquín Forn Costa, y contestación por el Ilmo. Sr. Don Juan de Arteaga y Piet, Marqués de la Vega-Inclán), 1973.

- Un funcionario de Hacienda del siglo XIX: José López-Juana Pinilla* (Discurso de ingreso del académico correspondiente Excmo. Sr. Dr. Don Juan Francisco Martí Basterrechea), 1973.
- Compartimiento de los Fondos de Inversión Mobiliaria, en la crisis bursátil del año 1970* (Discurso inaugural del Curso de 1970-71, por el académico de número, Ilmo. Sr. Don Juan de Arteaga y Piet, Marqués de la Vega-Inclán), 1973.
- La autonomía municipal: su base económico-financiera* (Discurso de ingreso del académico de número Ilmo. Sr. Dr. Don Juan Ignacio Bermejo y Gironés, y contestación por el Excmo. Sr. Don Joaquín Buxó-Dulce de Abaigar, Marqués de Castell-Florite), 1973.
- En torno a la capacidad económica como criterio constitucional de justicia tributaria en los Estados contemporáneos* (Discurso de ingreso del académico de número Ilmo. Sr. Dr. Don Magín Pont Mestres, y contestación por el Ilmo. Sr. Dr. Don Antonio Verdú Santurde), 1974.
- La administración de bienes en el proceso* (Discurso de ingreso del académico de número Excmo. Sr. Dr. Don Miguel Fenech Navarro, y contestación por el Ilmo. Sr. Dr. Don Pedro Lluch y Capdevila), 1974.
- El control crítico de la gestión económica* (Discurso de ingreso del académico correspondiente, Ilmo. Sr. Dr. Don Emilio Soldevila García), 1975.
- Consideración en torno a la inversión* (Discurso de ingreso del académico de número, Ilmo. Sr. Don José Manuel de la Torre y de Miguel y contestación por el Ilmo. Sr. Dr. Don Antonio Goxens Duch), 1975.
- La crisis del petróleo (1973 a 2073)* (Discurso de ingreso del académico de número, Ilmo. Sr. Dr. Don Ramón Trías Fargas y contestación por el Ilmo. Sr. Don José Berini Giménez), 1975.
- Perspectivas de la Economía mundial: el comienzo de una nueva era económica* (Texto de las ponencias presentadas a las Jornadas de Estudios celebradas los días 12, 13 y 14 de mayo de 1975), 1976.
- Las políticas económicas exterior y fiscal* (Discurso de ingreso del Académico de número Ilmo. Sr. Don Emilio A. Han Dubois y contestación por el Ilmo. Sr. Dr. Don Juan José Perulles Bassas), 1976.
- Liquidez e inflación en el proceso microeconómico de inversión* (Discurso de ingreso del Académico de número, Ilmo. Sr. Don Jaime Gil Aluja, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. Don Mario Pifarré Riera), 1976.
- Sistema fiscal y sistema financiero* (Discurso de ingreso del Académico correspondiente Excmo. Sr. Dr. Don Francisco Javier Ramos Gascón y contestación por el Ilmo. Sr. Dr. Don Antonio Verdú Santurde), 1978.
- Sobre el análisis financiero de la inversión* (Discurso de ingreso del Académico de número Excmo. Sr. Dr. Don Alfonso Rodríguez Rodríguez y contestación por el Ilmo. Sr. Dr. Don José Manuel de la Torre y Miguel), 1978.
- Mito y realidad de la empresa multinacional* (Discurso de ingreso del Académico de número Ilmo. Sr. Dr. Don Mariano Capella San Agustín y contestación por el Excmo. Sr. Dr. Don Mario Pifarré Riera), 1978.
- El aborro popular y su contribución al desarrollo de la economía española* (Discurso de ingreso del Académico de número Ilmo. Sr. Don José M.^a Codony Val y contestación por el Ilmo. Sr. Dr. Don Antonio Goxens Duch), 1978.
- Consideraciones sobre la transferencia de tecnología* (Discurso de ingreso del Académico de número Ilmo. Sr. Don Lorenzo Gascón Fernández y contestación por el Ilmo. Sr. Don José Cervera Bardera), 1979.

- Aspectos económicos y fiscales de la autonomía* (Discurso de ingreso del Académico de número, electo, Excmo. Sr. Dr. Don Laureano López Rodó y contestación por el Académico de número Excmo. Sr. Don Andrés Ribera Rovira), 1979.
- El balance social: integración de objetivos sociales en la empresa* (Discurso de ingreso del Académico de número, electo, Excmo. Sr. Dr. Don Enrique Arderiu Gras y contestación por el Académico de número Excmo. Sr. Don Joaquín Forn Costa), 1980.
- El crecimiento del Sector Público como tránsito pacífico de sistema económico* (Discurso de ingreso del Académico de número, electo, Excmo. Sr. Dr. Don Alejandro Pedrós Abelló y contestación por el Académico de número Excmo. Sr. Dr. Don Ramón Trías Fargas), 1981.
- Función de la fiscalidad en el actual momento de la Economía Española* (Discurso inaugural del Curso 1981-82, pronunciado por el Académico de número Excmo. Sr. Dr. Don Magín Pont Mestres), 1981.
- La empresarialidad en la crisis de la cultura* (Discurso de ingreso del Académico de número, electo, Excmo. Sr. Dr. Don Ángel Vegas Pérez, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. Don Mario Pifarré Riera), 1982.
- Insolvencia mercantil (Nuevos hechos y nuevas ideas en materia concursal)* Discurso de ingreso del Académico de número, electo, Excmo. Sr. Dr. Miguel Casals Colldecarrera, y contestación por el Académico de número, Excelentísimo Sr. Don Joaquín Forn Costa, 1982.
- Las Sociedades de Garantía Recíproca, un medio para la financiación de las PME* (Discurso de ingreso del Académico de número, electo, Excmo. Sr. Don Pedro Castellet Mimó, y contestación por el Académico de número, Excelentísimo Sr. Don Luis Prat Torrent), 1982.
- Sistema financiero y Bolsa: La financiación de la empresa a través del Mercado de Valores.* (Discurso de ingreso del Académico electo, correspondiente, Ilmo. Sr. Don Mariano Rabadán Fornies, y contestación por el Académico de Número Excmo. Sr. Don Juan de Arteaga y Piet, Marqués de la Vega-Inclán.) 1982.

