UNIVERSIDAD COMPLUTENSE DE MADRID

FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

DEPARTAMENTO DE ECONOMÍA APLICADA I
(Economía Internacional y Desarrollo)

FINANCIARIZACIÓN, NUEVAS ESTRATEGIAS EMPRESARIALES Y DINÁMICA SALARIAL

EL CASO DE FRANCIA ENTRE 1980-2010

TESIS DOCTORAL DE:

IGNACIO ÁLVAREZ PERALTA

DIRIGIDA POR:

XABIER ARRIZABALO MONTORO
ÁNGEL VILARIÑO SANZ

Madrid, 2013

©Ignacio Álvarez Peralta, 2013

2013

Financiarización, nuevas estrategias empresariales y dinámica salarial: el caso de Francia entre 1980-2010

Universidad Complutense de Madrid
Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales
Departamento de Economía Aplicada I
(Economía Internacional y Desarrollo)

Ignacio Álvarez Peralta

Directores:
Xabier Arrizabalo Montoro
Ángel Vilariño Sanz

Tesis doctoral

Financiarización, nuevas estrategias empresariales y dinámica salarial: el caso de Francia entre 1980-2010

Universidad Complutense de Madrid
Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales
Departamento de Economía Aplicada I
(Economía Internacional y Desarrollo)

INVESTIGACIÓN PRESENTADA POR
IGNACIO ÁLVAREZ PERALTA
PARA LA OBTENCIÓN DEL GRADO DE DOCTOR

Directores:
Xabier Arrizabalo Montoro
Angel Vilariño Sanz

Madrid, Abril de 2013

A mi padre, a mi madre y a mi hermano,
por su cariño y apoyo

A Onintza y a Oihane,
por hacer de este mundo un lugar más habitable

« La vie, la santé, l'amour sont précaires,
pourquoi le travail échapperait-il à cette loi? »[*]

Laurence Parisot
(Presidenta de la patronal francesa,
MEDEF, entre 2005 y 2013)

[*] "La vida, la salud, el amor son precarios, ¿por qué el trabajo debería escapar a esa ley?". Entrevista a Laurence Parisot en *Le Figaro*, 30/08/2005, con motivo de su elección como Presidenta del *Mouvement des entreprises de France* (MEDEF).

Índice general

Índice de gráficos xi
Índice de cuadros xvii
Indice de figuras xxi
Índice de tablas (anexo estadístico) xxiii
Lista de siglas xxv
Agradecimientos xxix

PRIMERA PARTE: MARCO TEÓRICO E HISTÓRICO

Capítulo 1: Fundamentación teórica, estructura y metodología de la investigación 1

1.1- Punto de partida: interrogantes iniciales y objeto de estudio 3
1.2- Referentes teóricos básicos. 5
1.2.1- Una mirada desde la Economía Política: el capital financiero en el marco del proceso de acumulación 6
1.2.2- La literatura sobre la financiarización de la economía mundial 12
1.2.3- Los institucionalistas y el enfoque de "variedades del capitalismo" 19
1.2.4- Economía Financiera y Economía de la Empresa 21
1.3- Objetivos e hipótesis de la investigación 23
1.4- Estructura y metodología de la investigación 25
1.5- Aclaraciones previas a la investigación. 27

Capítulo 2: El contexto internacional surgido en la década de 1980: liberalización, financiarización y gobierno corporativo de la empresa 31

2.1- Origen del nuevo contexto financiero internacional: crisis y ajuste de la economía mundial 32
2.1.1- Crisis de la economía mundial 33
2.1.2- Medidas de ajuste frente a la crisis: liberalización y resurgimiento del capital financiero 34
2.2- Características del nuevo contexto internacional: la financiarización de la economía mundial 37
2.3- Impacto del nuevo contexto internacional sobre la dinámica empresarial: los inversores institucionales y el gobierno corporativo de la empresa .....
2.3.1- Importancia de los inversores institucionales 44
2.3.2- Los inversores institucionales y la nueva gestión empresarial: el gobierno corporativo 47

Capítulo 3: Ajuste neoliberal, transformación de la inserción financiera y nueva geografía del capital en Francia 57

3.1- La economía y las empresas francesas durante el periodo de 1945-1980 58
3.2- Crisis económica, ajuste y contrarreformas neoliberales en la economía francesa entre 1980 y 2010 59

3.2.1- Francia, con el paso cambiado 59
3.2.2- Las contrarreformas neoliberales en Francia 60
3.3- El proceso de liberalización y desregulación financiera en Francia en el marco de las políticas de ajuste 63
3.4- Nueva geografía del capital: entrada de capital extranjero e inversores institucionales en Francia 66
3.4.1- La entrada del capital extranjero en Francia 66
3.4.2- Determinantes de la llegada de los inversores extranjeros 68
3.4.3- Un nuevo modelo de propiedad del capital: inversores institucionales y dispersión accionarial 74
3.5- El impacto de la nueva estructura de capital sobre la gestión de las empresas francesas 80
3.5.1- Avance e implantación de la nueva estructura del capital 80
3.5.2- Las políticas de los inversores institucionales en Francia 81

SEGUNDA PARTE: FINANCIARIZACIÓN DE LAS ESTRATEGIAS EMPRESARIALES EN FRANCIA

Capítulo 4: Financiarización de las estrategias de inversión empresarial: la desconexión entre la rentabilidad económica y la acumulación de capital 89

4.1- Transformación de las modalidades de financiación de las empresas 91
4.1.1- Financiación interna o autofinanciación 91
4.1.2- El endeudamiento bancario 94
4.1.3- La emisión de acciones 97
4.2- La ralentización de la acumulación de capital fijo 99
4.3- Intereses, dividendos y recompras de acciones: los pagos a los mercados financieros 102
4.3.1- El pago de intereses de las sociedades no financieras 103
4.3.2- Los dividendos distribuidos por las sociedades no financieras 105
4.3.3- Las recompras de acciones propias 107
4.3.4- Financiarización y transferencia de recursos a los mercados financieros 109
4.4- Inversión productiva e inversión financiera: el “efecto desplazamiento” 110
4.5- La desconexión entre la rentabilidad económica y la acumulación de capital: una nueva realidad del periodo neoliberal 115
4.5.1- El incremento del beneficio no invertido 115
4.5.2- Financiarización y mundialización de la producción 119
4.5.3- Los instrumentos de recuperación de la rentabilidad 123

Capítulo 5: Financiarización de las estrategias de crecimiento empresarial: reestructuración de la frontera de negocios y nuevo perímetro empresarial 129

5.1- Inversores financieros, reestructuración y optimización del activo empresarial .. 130
5.1.1- Inversores financieros y reestructuración del perímetro empresarial 130
5.1.2- La optimización del activo empresarial 132
5.2- Desinversión, refocalización y competencias clave 135

5.2.1- Diversificación vs. refocalización empresarial 135
5.2.2- Inversores financieros, rentabilidad y refocalización 136
5.2.3- Formación histórica de los conglomerados franceses..... 138
5.2.4- Extensión de las medidas de refocalización en Francia 139
5.3- Estrategias de externalización y subcontratación..... 144
5.3.1- La subcontratación como instrumento de refocalización empresarial..... 144
5.3.2- Dimensión de los procesos de subcontratación 145
5.4- Fusiones y adquisiciones: construyendo líderes de mercado..... 149
5.4.1- Liberalización de los mercados financieros y operaciones de fusión y adquisición..... 149
5.4.2- Las operaciones de fusión y adquisición en Francia entre 1995 y 2009..... 152

Capítulo 6: Financiarización e inversión empresarial en el tejido productivo francés: un estudio microeconométrico con datos de panel 157

6.1- La econometría de datos de panel 158
6.1.1- El modelo lineal de datos de panel 159
6.1.2- Diferentes métodos de estimación..... 161
6.1.3- Selección del método de estimación..... 164
6.2- Financiarización e inversión: especificación teórica del modelo..... 166
6.2.1- *Cash flow*, beneficio retenido e inversión..... 168
6.2.2- Ratio de endeudamiento e inversión..... 169
6.2.3- Pagos a los mercados financieros e inversión 169
6.2.4- Ingresos financieros e inversión..... 170
6.2.5- Especificación estadística del modelo de inversión..... 171
6.3- Análisis de los datos de la muestra: población, periodo de análisis y variables 172
6.4- Estimación, resultados y discusión del modelo de inversión..... 176
6.4.1- Estimación y elección del método de estimación 176
6.4.2- Resultados y discusión del modelo..... 182
6.5- Análisis de la robustez del modelo de inversión 185
6.5.1- Análisis de la robustez del modelo..... 185
6.5.2- Modelizando la heterocedasticidad y la autocorrelación: los modelos FGLS . 194

TERCERA PARTE: LOS EFECTOS DE LA FINANCIARIZACIÓN DE LAS ESTRATEGIAS EMPRESARIALES SOBRE EL SALARIO Y EL EMPLEO

Capítulo 7: Efectos de la financiarización sobre el salario y el empleo: la masa salarial como variable de ajuste..... 201

7.1- Financiarización de la actividad productiva y empleo 202
7.1.1- ¿Contribuyen las finanzas a financiar la actividad productiva?..... 202
7.1.2- Financiarización y creación de empleo 205
7.2- El impacto del nuevo perímetro empresarial sobre la fuerza de trabajo..... 208
7.2.1- Reestructuraciones empresariales y ajustes de plantilla 208
7.2.2- Nuevo perímetro empresarial y desconcentración laboral..... 210
7.2.3- El desmantelamiento de los mercados internos de trabajo y las subvenciones intrafirma..... 212

7.2.4- Fusiones y adquisiciones, ajustes de plantilla y transferencia de rentas 215
7.3- Financiarización de la gestión de la fuerza de trabajo: la participación financiera.. 217
7.3.1- Inversores financieros y gestión de la fuerza de trabajo 217
7.3.2- La participación de los trabajadores en el accionariado de las empresas 219
7.4- Financiarización y capacidad de negociación del trabajo..... 224
7.5- El ajuste salarial en las sociedades no financieras 233
7.5.1- Evolución de los ingresos no salariales de los trabajadores..... 233
7.5.2- El ajuste salarial: la desconexión entre productividad y salarios 236
7.5.3- Financiarización y ajuste salarial..... 240
7.6- Transformación en el reparto de la renta nacional: salarios, beneficios y rentismo financiero 245
7.6.1- El retroceso de la remuneración de los asalariados 245
7.6.2- Distribución de la renta y finanzas 248
7.6.3- La restauración del rentismo financiero..... 251

Capítulo 8: Financiarización y salario: un estudio microeconométrico con datos de panel..... 257

8.1- Financiarización y salario: especificación teórica del modelo 258
8.1.1- Tamaño, productividad y salario 260
8.1.2- Competitividad y salario 260
8.1.3- Rentabilidad empresarial y salario 261
8.1.4- Pagos a los mercados financieros y salario 261
8.1.5- Especificación estadística del modelo de salarios..... 262
8.2- Análisis de los datos de la muestra: población, periodo de análisis y variables 262
8.3- Métodos de estimación y primeros resultados del modelo de salarios.....264
8.4- Análisis de la robustez del modelo de salarios y modelos alternativos 273
8.4.1 Análisis de la robustez del modelo 273
8.4.2 Modelizando la heterocedasticidad y la autocorrelación del modelo de salarios 278
8.5- Discusión de los resultados 280

Capítulo 9: Conclusiones 285

9.1- Principales conclusiones de la Tesis 286
9.2- Respuestas a las hipótesis iniciales..... 289
9.3- Una última consideración: a propósito de la crisis 292

Anexo estadístico..... 295

Fuentes estadísticas y bases de datos..... 311

Bibliografía 313

Financialization and the wage-labor nexus: the case of France..... 333

Índice de gráficos

2.1. Tasa de beneficio, total economía, EEUU, UE-15 y Francia, 1960-2010 (%)..... 33

2.2. Crecimiento del volumen de transacciones en los mercados internacionales de capitales, 1990-2010 (crecimiento anual acumulado, %)..... 38

2.3. Volumen anual de transacciones en los mercados internacionales de acciones y deuda comparado con el PIB mundial, 1990-2010 (miles de millones de dólares)..... 40

2.4. Volumen de transacciones en los mercados internacionales de divisas y derivados comparado con las principales variables reales, 2004 y 2010 (transacciones diarias, miles de millones de dólares) 41

2.5. Activos financieros de los inversores institucionales (millones de dólares corrientes)..... 47

2.6. Composición de cartera de los inversores institucionales (millones de dólares corrientes) 48

2.7. Índice de adopción de los principios del gobierno corporativo de la empresa, 1999-2007 (Europa) 54

3.1. Peso de las empresas públicas y del empleo público, 1985-2008 (Número de empresas; % empleo público sobre el empleo total)..... 62

3.2. Tasa de intermediación financiera de la banca francesa, 1980-2010 (%)..... 64

3.3. Evolución de la propiedad accionarial francesa en manos de los no residentes, 1985-2010 (% de la capitalización bursátil total y % de la capitalización del CAC 40) 67

3.4. Capitalización de la Bolsa de París, 1969-2010 (% del PIB)..... 70

3.5. Evolución de la capitalización bursátil, 1988-2010 (% del PIB)..... 71

3.6. Rentabilidad anual media de las principales bolsas internacionales, 1995-2000 (Total Shareholder Return de las 100 primeras empresas, en %)..... 71

3.7. Acciones negociadas en la Bolsa de París, 1989-2010 (Turnover ratio, %)..... 85

4.1. Margen bruto de explotación de las SNF, 1949-2009 (EBE/VAB)..... 92

4.2. Tasa de autofinanciación de las SNF, 1949-2009 (ahorro bruto/FBKF)..... 92

4.3. Ahorro bruto de las SNF, 1949-2009 (% del EBE y % del VAB) 93

4.4. Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación de las SNF, 1949-2009 (% del EBE) 93

4.5. Endeudamiento de las SNF, 1978-2009, (stocks, % del VAB) 95

4.6. Componentes de la deuda financiera bruta y de la deuda bruta no consolidada, SNF, 1978-2009, (stocks, % del VAB) 96

4.7. Créditos en el activo y en el pasivo de las SNF, 1978-2009, (stocks, % del VAB) 97

4.8. Proporción de las distintas fuentes de financiación de las SNF, 1978-2009 (stocks, % del pasivo total) 97

4.9. Emisión de acciones de las SNF, 1978-2009 (flujos anuales, % del VAB)..... 98

4.10. Margen bruto de explotación, tasa de ahorro y tasa de inversión de las SNF, 1949-2009 (% del VAB) 100

4.11. Tasa de acumulación de las SNF, 1978-2009 (FNKF/Stock de capital fijo neto, %) ... 100

4.12. Evolución de la FBKF real de las SNF, 1949-2009 (tasa de crecimiento anual, %) 101

4.13. Crecimiento anual de la FBKF real de las SNF, 1950-2009 (crecimiento anual acumulado, %) 101

4.14. Tipo de interés real, Francia 1960-2009 (tasa media mensual del mercado monetario, %) 103

4.15. Intereses pagados y recibidos por las SNF, 1949-2009 (% del EBE)..... 104

4.16. Dividendos distribuidos y recibidos por las SNF, 1960-2009 (% del EBE) 105

4.17. Dividendos netos distribuidos por las SNF, 1960-2009 (% del EBE)..... 106

4.18. Dividendos distribuidos por las SNF, 1989-2007 (por sectores industriales, % de la cifra de ventas) 107

4.19. Dividendos y recompras de acciones de las empresas del CAC-40 , 2000-2009 (Millones de euros) 108

4.20. Activos financieros de las SNF, 1978-2009 (% activos totales)..... 112

4.21. Activos financieros de las SNF, 1978-2009 (% activos fijos)..... 112

4.22. Composición de la cartera de activos financieros de las SNF, 1978-2009 (% total de activos financieros) 113

4.23. Ingresos financieros de las SNF, 1949-2009 (% EBE)..... 114

4.24. Gasto en I+D de las SNF, 1990-2008 (% PIB)..... 115

4.25. Tasa de beneficio de las SNF, 1978-2009 (%) 116

4.26. Tasa de beneficio y tasa de acumulación de las SNF, 1978-2009 (%) 116

4.27. Beneficio invertido en FBKF, SNF, 1950-2009 (FBKF/EBE, %) 117

4.28. Principales estrategias exigidas por los inversores institucionales anglosajones a las empresas, (año 2003) 119

4.29. Inversión extranjera directa, Francia, 1980-2009 (en % del PIB, stock) 121

4.30. Beneficios repatriados de la IED, SNF, 1949-2009 (en % del VAB)..... 122

4.31. Rentabilidad económica (ROCE) y financiera (ROE) de las SNF, 1978-2009 (%) 125

4.32. Apalancamiento financiero de las SNF, 1978-2009 125

4.33. Descomposición de la tasa de beneficio de las SNF, 1978-2009 (EBE/VAB y VAB/K, %) 126

5.1. Evolución de la estrategia de refocalización de las principales SNF francesas, 1986-2003 (%)..... 143

5.2. Tasa de integración de la industria francesa, 1990-2007, (VAB/volumen de negocio, %)..... 146

5.3. Tasa de integración de las SNF francesas, 1949-2009, (VAB/producción a precios de mercado, %) 146

5.4. Peso de la subcontratación en la industria francesa, 1996-2007, valor de la subcontratación/volumen de negocio (%) 147

5.5. Evolución de la TSCI en la industria francesa, 1984-2000, (%) 148

5.6. Mercado de fusiones y adquisiciones en Francia, 1990-2009, (millones de euros, sociedades financieras y no financieras) 153

5.7. Operaciones de fusión y adquisición en Francia, 1990-2009, (sociedades financieras y no financieras, % VAB) 153

5.8. Mercado mundial de fusiones y adquisiciones: diez primeros países compradores, 1999 (millones de dólares) 154

6.1. Distribución de probabilidades de una curva normal..... 175

6.2. Regresiones parciales del impacto de la financiarización sobre la inversión empresarial, modelo agrupado (pooled) 178

6.3. Dispersión de los residuos en el modelo de inversión (modelo de efectos aleatorios, por tamaño de empresa) 186

6.4. Dispersión de los residuos frente a los valores ajustados en el modelo de inversión (modelo de efectos aleatorios)..... 187

6.5. Evolución de los residuos respecto al tiempo, 2000-2008 (modelo de inversión,

efectos aleatorios) 191

6.6. Evolución de los residuos respecto al tiempo, año a año (modelo de inversión, efectos aleatorios) 192

7.1. Financiación de la FBKF de las SNF, 1978-2009 (% de la FBKF, flujos anuales)..... 203

7.2. Tasa de financiarización de las SNF y tasa de desempleo, 1950-2011, (%)..... 205

7.3. Crecimiento del empleo asalariado de las SNF, 1949-2009 (miles de personas, y tasa de crecimiento anual %) 206

7.4. Crecimiento del empleo asalariado de las SNF, 1950-2009 (tasa de crecimiento anual acumulado %) 207

7.5. Tasa de financiarización y crecimiento del empleo de las SNF, principales ramas de la economía, 2000-2008 (tasa de crecimiento anual acumulado y tasa media)..... 208

7.6. Número medio de empleados por empresa, 1997-2009 (número de empleados)..... 211

7.7. Número medio de empleados por empresa, 1997-2009 (número de empleados)..... 212

7.8. Periodo medio de permanencia en el accionariado de los inversores financieros tras una operación de tipo LBO (número de meses, 1970-2007)..... 217

7.9. Grandes empresas que presentan planes de participación accionarial para sus empleados (% total de empresas, 1945-2008) 221

7.10. Proporción de asalariados que son simultáneamente accionistas de su empresa, 2008 (% total de asalariados) 222

7.11. Capital en manos de los asalariados según categoría profesional, 2008 (% del accionariado asalariado total)..... 222

7.12. Argumentos esgrimidos por las empresas para explicar la participación de los asalariados en el accionariado, (Bolsa de París, 1999) 223

7.13. Financiarización y densidad sindical en las economías desarrolladas, 1989-2005 (cambio % en la proporción del beneficio empresarial captado por el sector financiero) 226

7.14. Empresas que han conocido un conflicto colectivo, 2004-2005 (por tamaño, en % de empresas) 228

7.15. Total de acuerdos firmados en la negociación colectiva a nivel de empresa, 1990-2008 231

7.16. Número de jornadas individuales no trabajadas debido a huelgas, 1946-2007 (en miles, sector privado) 232

7.17. Financiarización y salario en las economías desarrolladas, 1989-2005 (cambio % en

la proporción de las rentas del salario sobre el PIB) 233

7.18. Proporción total del accionariado en manos de los trabajadores en los grandes grupos empresariales de la UE, 2007-2008 (% total, asalariados ejecutivos y no ejecutivos) 234

7.19. Composición del ingreso disponible, 2005..... 236

7.20. Crecimiento salarial, SNF, 1949-2009 (salario medio real, tasa de crecimiento anual %)..... 237

7.21. Evolución de salario, empleo y productividad laboral, SNF, 1949-2009 (salario medio real y productividad real, base 100=1949) 238

7.22. Evolución de salario, productividad laboral y costes laborales unitarios, SNF, 1949-2009 (salario medio real y productividad real en euros constantes, base 100=2000; CLU reales en %) 239

7.23. Evolución del valor añadido bruto y de la masa salarial, sociedades no financieras, 1949-2009 (VAB real y masa salarial real, base 100=1949) 239

7.24. Tasa de financiarización y crecimiento salarial de las SNF, principales ramas de la economía, 2000-2008 (tasa de crecimiento anual acumulado y tasa media) 244

7.25. Crecimiento salarial y crecimiento de la subcontratación industrial, 1996-2007 (tasa de crecimiento total del periodo %)..... 245

7.26. Remuneración de asalariados, SNF y total economía, 1949-2009 (% del VAB y del PIB) 246

7.27. Crecimiento de salarios y beneficios por ramas industriales, 1996-2007 (tasa de crecimiento total del periodo %)..... 247

7.28. Margen bruto de explotación, tasa de inversión y tasa de financiarización, SNF, 1950-2009 (% del VAB) 252

7.29. Remuneración de asalariados, tasa de inversión y dividendos distribuidos, SNF, 1950-2009 (% del VAB) 253

7.30. Rentabilidad para los accionistas, SNF, 1949-2009 (% del VAB) 253

7.31. Ingreso rentista, total economía, 1949-2009 (% del PIB) 254

8.1. Regresiones parciales del impacto de la financiarización sobre el salario, modelo agrupado (pooled) 266

8.2. Dispersión de los residuos en el modelo de salarios (modelo de efectos aleatorios, por tamaño de empresa) 273

8.3. Dispersión de los residuos frente a los valores ajustados en el modelo de salarios (modelo de efectos aleatorios)..... 274

8.4. Evolución de los residuos respecto al tiempo, 2000-2008 (modelo de salarios, efectos aleatorios) 276

8.5. Evolución de los residuos respecto al tiempo, año a año (modelo de salarios, efectos aleatorios) 277

8.6. Regresión parcial de la rentabilidad empresarial (B/K) sobre el salario (W/K), sector no financiero, 2000-2008 (modelo agrupado MCO) 281

8.7. Regresión parcial de la punción financiera (Pf/K) sobre el salario (W/K), sector no financiero, 2000-2008 (modelo agrupado MCO) 281

Índice de cuadros

2.1. Activos totales de los inversores institucionales (% del PIB)..... 45

2.2. Los inversores institucionales, situación en 2004 y 2009 (total de activos, millones de dólares corrientes, %)..... 46

2.3. Crecimiento de los activos de los inversores institucionales, total mundial (crecimiento anual acumulado %)..... 47

2.4. Propiedad accionarial en EEUU y Reino Unido, 1950-2003. 49

2.5. Peso de los inversores institucionales en la propiedad accionarial de las grandes empresas, 2008..... 51

3.1. Privatizaciones realizadas en Francia: paso del sector público al sector privado, 1993-2008 (Número de empresas y empleados afectados)..... 61

3.2. Proporción del accionariado de las sociedades del CAC 40 en manos de no residentes, 2008-2010 68

3.3. Origen geográfico de los propietarios de las acciones francesas del CAC 40, 2007-2010 68

3.4. Privatizaciones y capitalización bursátil de la Bolsa de París, 1970-2008..... 69

3.5. Control accionarial y rentabilidad de las grandes empresas francesas, 1996 74

3.6. Evolución de la propiedad accionarial de los grandes grupos empresariales franceses entre 1997-2001 (en %)..... 75

3.7. Estructura del accionariado de las grandes empresas francesas, 2008 (905 empresas cotizadas en Euronext Paris)..... 76

3.8. Estructura del accionariado de las principales empresas francesas, 2008 (70 principales empresas por volumen de facturación)..... 77

3.9. Primeros 50 inversores de las principales empresas francesas, 2008 (70 principales empresas) 78

3.10. Participaciones accionariales en empresas francesas de inversores institucionales significativos, 2008 (% del capital total) 79

3.11. Los inversores extranjeros más activos en Francia, 1998..... 84

4.1. Número de permisos otorgados por la AMF para desarrollar operaciones de recompra

de acciones, 1999-2004 109

4.2. Principales países destinatarios de la IED francesa (en millardos de euros y en %, stock, años 1992 y 2000)..... 122

5.1. Evolución de la estrategia de diversificación de las principales SNF francesas, 1995-2005 (Índice Herfindahl) 142

5.2. Evolución de la estrategia de diversificación de las principales SNF francesas, 1995-2005 (Índice de Entropía) 142

5.3. Empresas que tienen al menos una relación de suministro importante con un subcontratista extranjero, 2002..... 149

5.4. El mercado de F&A por sector de actividad, Francia, 1998 y 2009 (según el sector de la compañía adquirida) 154

6.1. Principales estadísticos descriptivos de la muestra final, modelo de inversión 175

6.2. Correlaciones parciales del modelo de inversión (correlación parcial de I/K con cada variable) 176

6.3. Matriz de correlaciones del modelo de inversión 177

6.4. Estimación del impacto de la financiarización sobre la inversión, modelo agrupado (pooled) 177

6.5. Estimación del impacto de la financiarización sobre la inversión, modelo de efectos fijos..... 179

6.6. Estimación del impacto de la financiarización sobre la inversión, modelo de efectos aleatorios..... 180

6.7. Prueba del Multiplicador de Lagrange para efectos aleatorios, modelo de inversión 181

6.8. Prueba de Hausman, modelo de inversión (efectos fijos frente a efectos aleatorios).... 181

6.9. Estimación del impacto de la financiarización sobre la inversión (modelo agrupado, efectos fijos y efectos aleatorios)..... 182

6.10. Estimación del impacto de la financiarización sobre la inversión (modelo de efectos aleatorios, por sector y tamaño) 183

6.11. Test de heterocedasticidad para el modelo de inversión (modelo agrupado y modelo de efectos fijos) 188

6.12. Diagnóstico de colinealidad para el modelo de inversión (modelo de efectos aleatorios) 190

6.13. Diagnóstico de autocorrelación de Wooldridge para datos de panel (modelo de inversión, efectos aleatorios) 193

6.14. Estimación del impacto de la financiarización sobre la inversión (modelo FGLS controlando para heterocedasticidad, por sector y tamaño)..... 196

6.15. Estimación del impacto de la financiarización sobre la inversión (modelo FGLS controlando para heterocedasticidad y autocorrelación, por sector y tamaño)..... 196

7.1. Efecto sobre el empleo de las reestructuraciones empresariales en Francia, 2002-2010 210

7.2. Efecto sobre el empleo de las medidas de F&A, UE-27, 2002-2010..... 215

7.3. Presencia de instituciones de representación de los asalariados en la empresa, 2004-2005 (por tamaño, en % de empresas)..... 229

7.4. La expresión colectiva de los problemas individuales, 2004-2005 (en % de asalariados, según la existencia de instituciones de representación) 229

7.5. Composición del ingreso disponible, 2007 (hogares, por decilas, en %)..... 235

7.6. Crecimiento de salario, empleo, productividad, VAB y masa salarial, 1950-2008, (tasa de crecimiento anual acumulado del periodo, en %)..... 240

7.7. Matriz de correlaciones, principales indicadores de las SNF, 1949-2009 242

8.1. Principales estadísticos descriptivos de la muestra final, modelo de salarios 263

8.2. Correlaciones parciales del modelo de salarios (correlación parcial de W/K con cada variable) 264

8.3. Matriz de correlaciones del modelo de salarios 264

8.4. Estimación del impacto de la financiarización sobre el salario, modelo agrupado (pooled) 265

8.5. Estimación del impacto de la financiarización sobre el salario, modelo de efectos fijos 266

8.6. Estimación del impacto de la financiarización sobre el salario, modelo de efectos aleatorios..... 267

8.7. Prueba del Multiplicador de Lagrange para efectos aleatorios, modelo de salarios 268

8.8. Prueba de Hausman, modelo de salarios (efectos fijos frente a efectos aleatorios)..... 268

8.9. Estimación del impacto de la financiarización sobre el salario (modelo agrupado, efectos fijos y efectos aleatorios)..... 270

8.10. Estimación del impacto de la financiarización sobre el salario (modelo de efectos aleatorios, por sector económico)..... 271

8.11. Estimación del impacto de la financiarización sobre el salario (modelo de efectos fijos, por sector económico)..... 272

8.12. Test de heterocedasticidad para el modelo de salarios (modelo agrupado y modelo de efectos fijos) 275

8.13. Diagnóstico de colinealidad para el modelo de salarios (modelo de efectos aleatorios) 275

8.14. Diagnóstico de autocorrelación de Wooldridge para datos de panel (modelo de salarios, efectos aleatorios) 278

8.15. Estimación del impacto de la financiarización sobre los salarios (modelo FGLS controlando para heterocedasticidad y autocorrelación, por sector económico) 279

8.16. Estimación del impacto de la financiarización sobre los salarios (modelo FGLS controlando para heterocedasticidad y autocorrelación, por tamaño empresarial) 280

Índice de figuras

1.1. Estructura de la Tesis 26

3.1. El “corazón financiero” francés, diciembre de 1996 72

7.1. Financiarización económica, estrategias empresariales y capacidad de negociación del trabajo 225

7.2. Síntesis de la macroeconómia kaleckiana y marxista 249

7.3. Incorporación de las finanzas a la síntesis kaleckiano-marxista 250

Índice de tablas (anexo estadístico)

2.1. Principales 50 inversores mundiales (% propiedad accionarial total) 295

3.1. Estructura detallada del accionariado de las principales empresas francesas, 2008 (70 principales empresas por volumen de facturación) 296

5.1. Evolución de la estrategia de refocalización de las principales SNF francesas, 1986-2003 298

6.1. Principales estadísticos descriptivos de las variables seleccionadas, modelo de inversión (antes y después de la eliminación de outliers) 299

6.2. Descripción de las decisiones metodológicas adoptadas para seleccionar la muestra final de empresas (modelo de inversión) 299

6.3. Códigos SIC (Standard Industrial Classification) incluidos en cada grupo sectorial estimado (modelo de inversión y modelo de salario) 300

6.4. Estimación del impacto de la financiarización sobre la inversión (modelo PCSE controlando para heterocedasticidad, por sector y tamaño) 300

6.5. Estimación del impacto de la financiarización sobre la inversión (modelo PCSE controlando para heterocedasticidad y autocorrelación, por sector y tamaño) 301

7.1. Tasa de financiarización, empleo y salario de las SNF, principales ramas de la economía, 2000-2008 (tasa de crecimiento anual acumulado y tasa media) 302

7.2. Principales operaciones de venta de stock options en la bolsa francesa, 2003 303

7.3. Evolución de los principales indicadores de las SNF, 1949-2009 304

7.4. Crecimiento salarial y crecimiento de la subcontratación industrial, 1996-2007 (tasa de crecimiento total del periodo %) 305

7.5. Crecimiento de salarios y beneficios por ramas industriales, 1996-2007 (tasa de crecimiento total del periodo %) 306

8.1. Principales estadísticos descriptivos de las variables seleccionadas, modelo de salarios (antes y después de la eliminación de outliers) 307

8.2. Descripción de las decisiones metodológicas adoptadas para seleccionar la muestra final de empresas (modelo de salarios) 307

8.3. Estimación del impacto de la financiarización sobre los salarios (modelo PCSE

controlando para heterocedasticidad y autocorrelación, por sector económico) 308

8.4. Estimación del impacto de la financiarización sobre los salarios (modelo PCSE controlando para heterocedasticidad y autocorrelación, por tamaño empresarial)..... 309

Lista de siglas

AMECO (*Annual Macro-economic Database of the European Commission*): Base de datos macroeconómica anual de la Comisión Europea.

EBE: Excedente bruto de explotación

FBKF: Formación bruta de capital fijo

FGLS (*Feasible Generalizad Least Squares*): Mínimos Cuadrados Generalizados Factibles

INSEE (*Institut National de la Statistique et des Études Économiques*): Instituto Nacional de Estadística y de Estudios Económicos de Francia.

LBO (*Leveraged Buy Out*): Adquisición de una empresa mediante apalancamiento financiero

MCG: Mínimos cuadrados generalizados

MCO: Mínimos cuadrados ordinarios

MEA: Modelo de efectos fijos

MEF: Modelo de efectos aleatorios

OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico.

OPA: Oferta pública de adquisición de acciones.

PCSE (*Panel Corrected Standard Errors*): Errores Estándar Corregidos para Panel

RA: Remuneración de asalariados

SNF Sociedades no financieras

UE: Unión Europea

VAB: Valor añadido bruto

CGT (*Confédération Générale du Travail*): Confederación General del Trabajo

CFDT (*Confédération Française Démocratique du Travail*): Confederación Francesa Democrática del Trabajo

CGT-FO (*Confédération générale du travail-Force ouvrière*): Confederación General del Trabajo-Fuerza Obrera

EVA (*Economic Value Added*): Valor económico añadido

MVA (*Market Value Added*): Valor de mercado añadido

OTC (*Over-the-counter*): Mercado paralelo no organizado de contratos privados entre dos partes.

ROE (*Return On Equities*): Rendimiento sobre fondos propios

MATIF (*Marché à Terme International de France*): el mercado de derivados sobre tipos de interés y sobre índices de materias primas.

MONEP (*Marché des Options Négociables de Paris*): Mercado de opciones sobre acciones y sobre los índices bursátiles

CAC 40 (*Cotation Assistée en Continu*): principal índice bursátil francés.

DARES (*Direction de l'Animation de la Recherche, des Études et des Statistiques*): Dirección General del Ministerio de Trabajo encargada de los estudios y estadísticas.

VIF *(Variance Inflation Factor*): Factor de inflación de la varianza

AMF (*Autorité des Marchés Financiers*): Autoridad nacional francesa reguladora del mercado de valores

ROCE (*Return on Capital Employed):* Rendimiento sobre el capital empleado

F&A: Fusiones y adquisiciones

WFE (*World Federation of Exchanges*): Federación Mundial de Bolsas de Valores.

TSCI: Tasa de subcontratación industrial media

ERM (*European Restructuring Monitor*): Base de datos sobre las reestructuraciones empresariales en Europa.

BIS (*Bank for International Settlements*): Banco Internacional de Pagos.

ILO (*International Labour Organization*): Organización Internacional del Trabajo

AXA (*Ancienne Mutuelle*): importante grupo empresarial francés de seguros.

UAP (Union des Assurances De Paris): importante grupo empresarial francés de seguros

AGF (*Assurances Générales de France):* importante grupo empresarial francés de seguros

CGE (*Compagnie Générale des Eaux*): importante grupo empresarial francés de servicios

GDF (*Gaz de France*): importante grupo empresarial francés de servicios

BNP (*Banque Nationale de Paris*): importante banco, fusionado posteriormente con Paribas.

SNCF (*Société Nationale des Chemins de Fer Français*): Sociedad de ferrocarriles franceses

BACH (*Base de données européenne sur les entreprises non financières*): Base de datos europea sobre empresas no financieras

OPCVM (*Organisme de placement collectif en valeurs mobilières*): sociedades de inversión en valores mobiliarios

CLU: Costes laborales unitarios

CLUR: Costes laborales unitarios reales

ENE: Excedente neto de explotación

Agradecimientos

Igual que la lógica de la *financiarización* –objeto de estudio de esta investigación– ha impulsado una masiva acumulación de deudas a escala mundial, las tesis doctorales conllevan una notable aglomeración de pasivos académicos y personales. La investigación que aquí presentamos no es una excepción en este sentido. Dado que intentar saldar todas estas deudas resultaría sencillamente inviable, trataré al menos de agradecer las más importantes. Las restantes requerirán de la generosidad y comprensión de los acreedores.

En primer lugar, es necesario recordar el decisivo papel que juega el gasto público en educación: la realización de esta Tesis ha sido posible gracias a un contrato de investigación de cuatro años de duración financiado por la Comunidad de Madrid, obtenido antes de que la Consejería de Educación decidiese poner fin a dichas convocatorias.

Además, mantengo una gran deuda con las y los profesores del departamento de Economía Aplicada I de la UCM. Tener la suerte de estudiar y, posteriormente, trabajar en el marco de dicho departamento me ha brindado la oportunidad de aprender y contagiarme de sus principales señas de identidad: una profunda capacidad analítica, un fructífero enfoque desarrollado en torno a la noción de estructura económica, una mirada crítica y heterodoxa de la realidad social, y una práctica académica solidaria y generosa.

En concreto, es enorme mi gratitud hacia mi codirector de mi tesis Xabier Arrizabalo, con quien he tenido la suerte de trabajar desde que en el curso 2000-2001 fuese tutor de mi beca de colaboración. La entrega con la que Xabier me ha ayudado durante todos estos años ha hecho mucho más llevadero mi trabajo. Su honestidad profesional y su compromiso con la transformación social han moldeado mi forma de entender el trabajo académico, el análisis económico y la intervención política. Su franqueza y transparencia han hecho que nuestros innumerables debates –así como nuestras diversas controversias– hayan resultado una continua fuente de aprendizaje para mí. Después de tantos (¡y tan intensos!) debates me queda –por encima de todo– un profundo respeto por el trabajo compartido y por el camino recorrido.

Asimismo, esta investigación tiene una deuda impagable con Ángel Vilariño, quien muy generosamente aceptó codirigir una Tesis doctoral a pesar de encontrarse ésta ya iniciada. El derroche de tiempo y ayuda que Ángel me brindó en el desarrollo de los modelos econométricos ha permitido que estos finalmente se pudiesen incorporar a la investigación como una parte sustantiva de la misma. Su amplio conocimiento de los temas financieros ha impregnado el conjunto de la investigación.

Mis deudas con los compañeros del departamento de Economía Aplicada I no terminan con mis codirectores de tesis. El intenso trabajo que, en el marco del Grupo de Investigación Economía Política de la Mundialización, he desarrollado durante los últimos años junto a Fernando Luengo ha resultado ser también una valiosa fuente de aprendizaje. Su comprensión y apoyo durante estos años –especialmente en 2009, un periodo difícil para mí– ayudaron a que esta Tesis llegase finalmente a buen puerto.

Esta Tesis doctoral se ha beneficiado extraordinariamente de la generosidad de Enrique Palazuelos y de Ángel Martínez González-Tablas. Con ambos profesores he podido, en diversos puntos de la investigación, discutir en profundidad diversos borradores de trabajo. Algunas de estas discusiones fueron de una enorme importancia, orientando definitivamente el curso de la investigación así como sus contenidos. Fernando Alonso, José Antonio Alonso

y Víctor Martín me brindaron también un apoyo esencial en los capítulos dedicados al análisis econométrico. Ricardo Molero, Marisa Bordón y Manuel Gracia me ayudaron en la recta final de la investigación, leyendo, comentando y corrigiendo distintas partes de la Tesis, y Juan Pablo Mateo me permitió –en un interesante debate en torno a la caracterización del capital financiero– afinar y matizar mis argumentos.

Investigar es un trabajo que presenta un delicado equilibrio entre las gratificaciones que proporciona y la soledad que exige. Si en mi caso esta balanza se ha inclinado del lado de las satisfacciones ha sido por tener la inmensa fortuna de trabajar desde hace más de una década junto a un grupo de compañeros y amigos que ha contribuido decisivamente a mi formación económica y política. Mi más sincero agradecimiento hacia todos ellos: Víctor Alonso, Luis Buendía, Bibiana Medialdea, Ricardo Molero, Miguel Montanyà y Antonio Sanabria. Gratitud y cariño se mezclan especialmente en el caso de Bibiana, con quien he compartido tantas cosas durante tanto tiempo. Ayer agrupados en torno a la asociación estudiantil Economía Alternativa y hoy en el Colectivo Novecento, hemos redescubierto, una y otra vez, el enorme potencial, la gran creatividad y la satisfacción personal que anida en la elaboración colectiva. Desde *Ajuste y Salario* (al que también se incorporaron Mª José Paz y Juan Pablo Mateo) hasta *Lo llamaban democracia*, pasando por *Quienes son los mercados*, han sido muchas las ilusiones (¡y discusiones!) compartidas. Haberlo hecho junto a buenos amigos ha sido un auténtico lujo. Poder seguir haciéndolo en el futuro será un privilegio.

Pero mi suerte no termina ahí. Mi integración en 2007 en el Instituto Complutense de Estudios Internacionales ha hecho que durante estos años contase no sólo con un excelente soporte institucional, sino también con el impagable apoyo personal de unos compañeros y compañeras de trabajo que enriquecieron cada jornada laboral. Mi recuerdo más afectuoso hacia cada uno de ellos: Natalia, Guille, Nacho, Anabel, Fran, Marta, Pablo, Antonio, Borja, Laura, Celia, Manu, Alberto, Mariu, José Miguel, Héctor, Romilio y todos aquellos que durante estos años formaron parte de esta institución.

Mi formación en el ámbito de la Economía Política, así como el desarrollo de esta investigación, se han visto asimismo favorecidos fruto de mi colaboración con la revista *VIENTO* SUR y con su entorno político, donde he tenido la suerte de poder aprender de Miguel Romero, de Jaime Pastor, de Raúl Camargo y, especialmente, de Manolo Garí. También la relación de colaboración que a partir de 2008 establecí con la Fundación 1º de Mayo, y con diversos economistas vinculados a CCOO, ha resultado determinante en mi trabajo. Así, Eduardo Gutiérrez, Bruno Estrada y Daniel Albarracín han contribuido (especialmente Dani, con quien mantengo una larga trayectoria de trabajo compartido) a forzar “el aterrizaje” de mis análisis en torno a cuestiones concretas, acotadas y aplicadas. La Comisión de Economía de la Acampada Sol-15M y la asociación EconoNuestra favorecieron igualmente el paso de líquido a sólido en muchas de mis reflexiones económicas.

Por último, no me gustaría dejar de mencionar –en el terreno de los agradecimientos de índole académica y profesional– a mis actuales compañeros del departamento de Economía Aplicada de la Universidad de Valladolid. En concreto, las y los profesores del Campus de Segovia Noelia Somarriba, Juanjo Garcillán y María Devesa han facilitado sobremanera la finalización de esta Tesis, así como mi integración académica y laboral en la UVA. Es una verdadera suerte haberme encontrado con gente así en mi nuevo trabajo.

No obstante, los agradecimientos que adeudo no se limitan al terreno académico, político o profesional. Una tesis doctoral entraña un camino largo y no exento de momentos difíciles. Recorrerlo no habría sido posible sin el apoyo –siempre incondicional– de mis padres, Ignacio y Elena, y de mi hermano Miguel. A los primeros les debo mi capacidad para

levantarme ante los tropiezos. Y a mi hermano su ayuda cuando, en plena tesis, la magnitud de la caída hizo imposible que me incorporase sólo.

Al sustento emocional de esta investigación han contribuido también viejos y nuevos amigos, que han hecho de estos años un estupendo lugar por el que transitar. Resulta imposible nombrarlos a todos, así que valga la metonimia a modo de compensación: las gentes de Peñagrande y Batán (Ricar, Aran, Gema, Jon, Rober, Glenn, Gon, Mile, Ruth, Upi…), con quienes tantos ratos buenos he pasado; los “cansinos” (Raúl, Nacho, Isi, Manu, Lanillos…), capaces de alegrar hasta el más gris de los fines de semana; Salva y sus iniciativas cinéfilas, gastronómicas y baloncestísticas; Marisa, compendio de argentinidad y buenos propósitos que ha iluminado mis almuerzos en la facultad; Sergio y las amigas de Leganés (¡veinte años después!); y las pequeñas XS, que con tanta sabiduría apostaron a que esta Tesis no sería leída hasta 2013. Sin embargo, si con alguien mantengo una inmensa deuda pendiente es con Onintza. A pesar del tiempo y las sonrisas que esta Tesis nos ha robado, ella nunca ha renunciado a irradiar alegría y felicidad (“poz-pozik gaude!”), ni ha dejado de contaminar mi vida con lo mejor de la suya. Y eso que lo bueno está por venir.

Primera parte: Marco teórico e histórico

Capítulo 1 Fundamentación teórica, estructura y metodología de la investigación

1.1- Punto de partida: interrogantes iniciales y objeto de estudio

1.2- Referentes teóricos básicos

1.2.1- Una mirada desde la Economía Política: el capital financiero en el marco del proceso de acumulación

1.2.2- La literatura sobre la financiarización de la economía mundial

1.2.3- Los institucionalistas y el enfoque de "variedades del capitalismo"

1.2.4- Economía Financiera y Economía de la Empresa

1.3- Objetivos e hipótesis de la investigación

1.4- Estructura y metodología de la investigación

1.5- Aclaraciones previas a la investigación

En este primer capítulo se exponen el objeto de estudio, los principales referentes teóricos, las hipótesis, la estructura y la metodología de esta Tesis doctoral. No obstante, antes de abordar dichos elementos, presentamos los interrogantes iniciales y las motivaciones que han dado lugar a esta investigación.

1.1- Punto de partida: interrogantes iniciales y objeto de estudio

A lo largo de las tres últimas décadas las economías de la OCDE han procedido a una rápida liberalización de sus mercados financieros. Esta liberalización, junto con otros fenómenos entre los que destaca el proceso de mundialización del capital a lo largo de este periodo, ha impulsado el crecimiento de los mercados financieros internacionales hasta adquirir una dimensión espectacular. Ambos factores –generalizada liberalización financiera e internacionalización del capital– constituyen la base de un nuevo contexto económico mundial que, desde comienzos de la década de 1980, influye poderosamente en la dinámica macroeconómica de los distintos países. Buena prueba de ello son las fuertes restricciones que los mercados financieros internacionales han impuesto durante estas últimas décadas a los diferentes Estados desde el punto de vista de la política económica, o el recurrente estallido de crisis financieras y cambiarias tanto en los países desarrollados (crisis del Sistema Monetario Europeo en 1992-93, países escandinavos en 1993, EEUU en 2001), como en los subdesarrollados (México en 1994, sudeste asiático en 1996-97, Rusia en 1998, Brasil en 1998-99, Turquía en 2000, Argentina en 2001-02). Sin duda, la actual crisis económica, cuyo epicentro se sitúa en los mercados financieros de EEUU y la UE, constituye la mejor ilustración de la enorme y dramática influencia que las finanzas tienen en el capitalismo contemporáneo.

Con la intención de dar cuenta de esta preeminencia de las finanzas sobre la política económica, la gestión empresarial o la dinámica macroeconómica, la literatura económica ha acuñado el término de *financiarización*. Este concepto recoge la hegemonía contemporánea del capital financiero en el proceso de acumulación. Así, y como señala Epstein (2005: 3), el proceso de financiarización designa “el creciente peso de la lógica, los mercados, los agentes, las instituciones y los objetivos financieros en el funcionamiento de las diversas economías nacionales, así como de la economía mundial en su conjunto”.

El desarrollo que a lo largo de las últimas décadas ha experimentado el proceso de financiarización ha llevado a diversos enfoques y autores a plantearse no sólo la caracterización de dicho fenómeno, sino también su incidencia sobre la dinámica de funcionamiento general de la economía. Así, numerosos estudios han tratado de analizar los efectos del proceso de financiarización sobre la inversión, el consumo privado, el crecimiento económico, las políticas aplicadas por los Estados o los episodios de inestabilidad y crisis.

No obstante, a pesar de que en algunos de estos análisis la relación salarial juega –explícita o implícitamente– un papel relevante, el estudio de las transformaciones de las que ha sido objeto dicha relación como consecuencia del proceso de financiarización ha recibido una atención insuficiente en la literatura.

La presente investigación se embarca precisamente en ese estudio, en un intento por contribuir a la clarificación de la cuestión: ¿cuáles son los vínculos que relacionan el proceso de financiarización con la relación salarial? ¿Cómo se ha modificado la dinámica salarial como consecuencia del mencionado proceso de financiarización? ¿Asistimos, tal y como plantean algunos autores (Plihon, 2004), a la transformación de nuestro sistema económico en un “nuevo capitalismo” caracterizado por el poder hegemónico de las finanzas?

La relevancia del objeto de estudio planteado queda a nuestro entender justificada por la

necesidad de profundizar en el conocimiento de las finanzas y, en particular, en el impacto que el desarrollo de éstas tiene sobre la dinámica salarial, precisamente en un contexto de hegemonía del capital financiero a escala mundial.

Preguntarse por los vínculos que se establecen entre el proceso de financiarización y la relación salarial exige no obstante concretar y ubicar correctamente la dimensión espacial y temporal de la investigación, así como la unidad de análisis. Resaltamos aquí las decisiones adoptadas en este sentido, así como su pertinencia.

Nuestra investigación se desarrolla para el caso de la economía francesa, abarcando el periodo 1980-2010. Esa elección se justifica atendiendo a la propia historia económica reciente del país: Francia, una economía donde el peso tradicional del Estado, los valores intervencionistas y la regulación del mercado eran características constituyentes de su modelo hasta bien entrados los años ochenta del siglo XX, ha experimentado en las últimas tres décadas uno de los procesos de liberalización y financiarización más veloces de cuantos se han desarrollado en los países de la OCDE. Es por ello que la economía francesa presenta un marco de análisis privilegiado para observar las consecuencias que el proceso de financiarización ha tenido sobre la dinámica salarial.

Además, nuestra investigación se centrará en el análisis de las empresas no financieras, especialmente de las grandes empresas. A diferencia de la mayoría de estudios sobre el proceso de financiarización, nosotros no analizaremos el conjunto del proceso de acumulación, en este caso, de la economía francesa, ni la dinámica macroeconómica general del país. Dado que nuestra intención es la de profundizar en las relaciones que existen entre el proceso de financiarización y la dinámica salarial, entendemos que una buena forma de hacerlo es concretar nuestro análisis allí donde estos fenómenos se "encuentran" y se "entrelazan": la empresa –especialmente la gran empresa– constituye un ámbito de análisis propicio para determinar las relaciones existentes entre el capital financiero y el trabajo asalariado, y para identificar las consecuencias que tiene sobre el segundo de los sujetos la hegemonía del primero.

Esta aproximación resulta relativamente novedosa en la literatura, dado que los estudios sobre financiarización no suelen tomar como unidad de análisis la dimensión empresarial, ni han prestado especial atención a la dimensión salarial. Como más adelante se explicará, la metodología utilizada reforzará la originalidad de esta investigación.

El interés del autor por la temática aquí presentada, así como por la economía francesa, se consolida en el transcurso de una estancia académica entre enero y junio de 2005 en la Universidad París VII-Denis Diderot. El acercamiento –tanto académico como político– al intenso debate existente en ese momento en París acerca del impacto que el proceso de financiarización estaba teniendo sobre la sociedad francesa, marcarán definitivamente las preocupaciones del autor. Con posterioridad, en septiembre de 2007, se presentaron los resultados parciales de un primer acercamiento al tema en forma de Trabajo de Investigación para la obtención del Diploma de Estudios Avanzados, bajo el título de *Financiarización, nuevas estrategias empresariales y dinámica salarial: el caso de Francia entre 1980-2006*[1].

En el transcurso de estas aproximaciones sucesivas, el objeto de nuestra investigación se ha ido concretando hasta adoptar definitivamente la formulación siguiente:

> *El objeto de estudio que abordamos en esta Tesis doctoral son las consecuencias que el proceso de financiarización registrado por las grandes sociedades no*

[1] (Álvarez, 2007).

financieras francesas entre 1985 y 2010 ha tenido sobre la evolución de la masa salarial.

Aclaremos el sentido de las categorías económicas contenidas en dicho objeto de estudio. Aunque a lo largo de la investigación matizaremos el significado último del proceso de *financiarización*, un buen punto de partida para definir dicho fenómeno es el ya presentado en la anterior definición de Epstein (2005: 3). Sin embargo, nosotros concretaremos ese fenómeno en el terreno de la empresa, remitiendo con ello al creciente peso de la lógica, los intereses, los agentes y los objetivos financieros en el funcionamiento de las sociedades no financieras.

Por otro lado, definimos la *masa salarial* como la totalidad de las remuneraciones recibidas por los asalariados de las sociedades no financieras. El incremento de la masa salarial comprende por tanto dos posibles dimensiones: el incremento del salario real recibido por los asalariados y, también, el incremento del empleo total.

Una última aclaración: esta investigación se detiene –en términos empíricos y también analíticos– allí donde empieza la crisis económica actual. Nuestra intención es precisamente estudiar el papel que juegan las finanzas, con relación a la masa salarial, antes del estallido de dicha crisis. Las importantes transformaciones que está sufriendo la relación salarial como consecuencia de la crisis, a pesar de estar directamente vinculadas al ejercicio de dominación ejercido por el capital financiero internacional, quedan fuera de la intención y el alcance de esta investigación[2].

1.2- Referentes teóricos básicos

Una vez delimitado el objeto de estudio, presentamos los principales referentes teóricos que enmarcan nuestra investigación. Estos referentes remiten a tres planos analíticos diferentes: en primer lugar, el relativo al funcionamiento económico capitalista, especialmente a su dimensión financiera; en segundo lugar, abordamos la caracterización que en el capitalismo contemporáneo presenta la relación entre la esfera productiva y la esfera financiera; por último, una dimensión de especial interés para esta investigación viene dada por la concreción en el ámbito de la empresa de las relaciones entre las finanzas y la masa salarial.

Nuestra investigación se apoya en diversos referentes teóricos, referentes vinculados a enfoques con capacidades analíticas y estatutos epistemológicos muy desiguales. No obstante, la utilización que hacemos de dichos enfoques es desigual, de modo que otorgamos a cada uno de ellos un papel muy distinto a la hora de enmarcar y fundamentar nuestro trabajo.

Exponemos a continuación dichos referentes, argumentando críticamente aquellos elementos que constituyen puntos de apoyo para nuestra investigación. Debe tenerse en cuenta que el repaso que aquí hacemos de estos referentes no pretende ser exhaustivo ni sistemático. Por contra, este repaso tiene como finalidad identificar aquellos elementos teóricos que pueden resultar útiles para abordar nuestro objeto de estudio, por lo que será selectivo, concreto y funcional a nuestra investigación y a nuestro planteamiento metodológico.

Entendemos además que los diversos referentes teóricos en los que se apoya esta investigación pueden integrarse perfectamente en una propuesta analítica coherente y consistente que se sitúa, en sentido amplio, en el marco de la Economía Política. Dicha

[2] Véase en este sentido Medialdea (coord.) (2011).

propuesta no resulta desnaturalizada (por ecléctica) en la medida en que la entidad teórica de los elementos integrados permite que estos "convivan" sin contradicciones, dados los distintos niveles analíticos en los que dichos elementos se ubican.

1.2.1- Una mirada desde la Economía Política: el capital financiero en el marco del proceso de acumulación

A finales del siglo XIX el término *Economía Política* es progresivamente abandonado por el de *Economía*. Esta transformación, que viene de la mano de la llamada "revolución marginalista", no resultará a la postre neutral, ni un mero cambio en la denominación de la disciplina. Supuso un profundo cambio tanto en la metodología, como en las propias preocupaciones y en el objeto de estudio abordado por los economistas.

La Economía Política aborda el funcionamiento del sistema económico capitalista, estudiando las leyes que rigen los procesos de producción, distribución y consumo en dicho sistema. Para ello, autores clásicos como Smith (1776), Ricardo (1817) y, especialmente, Marx (1867) centran su estudio en la comprensión global del proceso de acumulación de capital, interrogándose sobre el origen del valor generado, su distribución social y su utilización económica. Es decir, estos autores afrontan el estudio del proceso de acumulación de forma integrada: atienden sucesivamente a la generación del excedente económico –vinculado en última instancia a la producción de valor nuevo–, a la distribución de ese excedente entre las distintas clases sociales y, finalmente, a las condiciones por las que ese excedente se reincorpora de nuevo al proceso productivo, reproduciendo el modelo de acumulación en el tiempo.

Sin embargo, a partir de la revolución marginalista, abordar los mismos fenómenos y el mismo objeto de estudio que abordaba la Economía Política ha pasado a hacerse –como explica Palazuelos (2000)– en los márgenes de la ciencia económica dominante y, por tanto, en el ámbito de la economía heterodoxa. Es en este ámbito donde se inscribe nuestra investigación, al interrogarse precisamente sobre un objeto de estudio similar al de la Economía Política. En particular, es el enfoque marxista el que nos parece, dentro de la tradición vinculada a la Economía Política, más fructífero para analizar y caracterizar las relaciones económicas que determinan el funcionamiento del sistema capitalista. Tal y como plantea Medialdea (2009: 12-13):

> "Aunque Marx concibe su trabajo como crítica a la economía política[3], o más bien precisamente por ello, son sus aportaciones las que nos resultan más valiosas. El edificio teórico marxista es una construcción de innegable originalidad y brillantez, lo cual no es óbice para que se encuentre plagado de puntos oscuros y debilidades que, desafortunadamente, han sido tomados como señas de identidad por buena parte de la tradición marxista. Marx, por una parte, adopta y afina lúcidamente algunos de los elementos analíticos más fructíferos que aporta la economía clásica a la que él critica. Por ejemplo, es su obsesión por "descubrir" las leyes de la sociedad moderna lo que le lleva a construir un potente esquema analítico que, a grandes rasgos, da cuenta de los aspectos más relevantes que definen el "orden interno" de la estructura económica capitalista. Aun con sus inconsistencias, consideramos que no hay una explicación más completa y precisa de la "lógica del capital", lo cual no puede menos que considerarse una aportación esencial para el análisis económico. Otro ejemplo del valioso legado marxista es la integración teórica de elementos técnico-productivos y socio-políticos a partir de la cual este autor fundamenta su análisis. El exponente paradigmático de esa

[3] Este aspecto explica que algunos autores especializados en la materia, como Rima (1995), no consideren a Marx parte de la escuela clásica, a pesar de que las coordenadas teóricas en las que basa su análisis y con las que "discute" son las de Smith y Ricardo.

integración es su concepción de la tasa de ganancia: es una variable central dentro de la dinámica económica capitalista y se relaciona directamente con la tasa de plusvalía o de explotación e inversamente con lo que denomina la composición orgánica del capital. Por último, también retoma certeramente del análisis clásico la idea de que los sujetos relevantes para el estudio de la realidad económica son de tipo colectivo y se definen en función de su posición dentro del proceso de generación de excedente; en particular, la posesión o no posesión de medios de producción, es decir, la distinción entre capitalistas y trabajadores, es la consideración básica a partir de la cual desarrollar el análisis."

Marx desarrolla un valioso edificio teórico en el que la relación salarial –aspecto central de nuestra investigación– juega un papel medular. En particular, su análisis del proceso de creación de valor en la sociedad capitalista le llevará a sustentar la teoría de la explotación, expresión del plusvalor no pagado al trabajador. Ahora bien, más allá de la teoría de la explotación, a los efectos de esta investigación va a resultar especialmente funcional el análisis que Marx hace en torno a los factores salariales y laborales que determinan los distintos componentes de la tasa de ganancia. Así, será esencial en nuestro análisis constatar la capacidad que tiene la fuerza de trabajo para, en el marco de un determinado proceso de acumulación, actuar como "variable de ajuste" de las diversas tensiones presentes en dicho proceso (entre ellas, la exigencia de rentabilidad).

No obstante, el punto de apoyo más útil para nuestra investigación de cuantos encontramos en *El Capital* es la caracterización que Marx hace del concepto de *capital financiero*. Esta caracterización constituye un buen punto de partida para nosotros, a pesar de que presenta insuficiencias dado el propio desarrollo del capitalismo en el momento en el que Marx escribe su obra.

La caracterización que Marx hace de las finanzas parte de la división del capital en tres categorías (Marx, 1867). En primer lugar, el capital industrial es aquella categoría del capital que adopta las tres formas funcionales que puede adoptar éste (capital dinerario, capital productivo y capital mercantil). Es decir, el capital industrial, a partir de su modo inicial de existencia –el capital dinerario– adopta, al ponerse a disposición de un proceso productivo determinado comprando los medios de producción y la fuerza de trabajo necesarias, un nuevo modo de existencia –el capital productivo–, para inmediatamente después adoptar su última forma funcional –la de capital mercantil–, cerrándose el ciclo una vez que la nueva mercancía se vende en el mercado. Así, el capital industrial es la única categoría del capital que adopta las tres formas funcionales que se suceden en el movimiento del capital (según el conocido esquema de Marx, es la única categoría que atraviesa todas las fases del ciclo D-M-P-M'-D'). En segundo lugar, Marx señala la existencia de una segunda categoría de capital, el capital comercial, que es aquella fracción del capital social dedicada a actividades vinculadas con la realización del valor (D-M-D'). Por último, Marx presenta el concepto de capital financiero, entendido como aquella categoría del capital vinculada a la financiación de la producción y la realización (D-D'). Según Marx, el capital comercial y el capital financiero son fracciones del capital social esenciales para completar el ciclo del capital y el proceso de acumulación en su conjunto, pero no contribuyen a la creación de valor nuevo.

Aunque el capital financiero se presenta por tanto como una fracción del capital social cuya función económica es la de financiar el proceso de producción (capital industrial) y realización del valor (capital comercial), Marx considera que no es un mero auxiliar de dichas categorías. El capital financiero tiene su propio movimiento (D-D'), hasta cierto punto independiente de las restantes fracciones del capital y que puede llegar incluso a entrar en contradicción con ellas. El capital financiero es presentado de este modo como la forma más

enajenada y fetichista de capital, en la medida en que aparece como dinero que se valoriza sin pasar aparentemente por las fases de producción y realización. Sin embargo, el origen del interés o ganancia del capital financiero está, según Marx, en la actividad real de producción de valores; la ganancia financiera constituye por tanto una suerte de "punción" sobre la ganancia del capital industrial. Es por ello que al capital financiero a lo largo de *El Capital* se le denomina también "capital de préstamo", "capital que devenga interés" o "capital usurario".

Esta categoría del capital puede tomar dos formas según Marx: los préstamos bancarios o de otras instituciones financieras, y la emisión de obligaciones y otros títulos de deuda por agentes no financieros. Además, Marx apuntaba ya a un elemento de particular trascendencia con relación a la deuda, y que luego otros autores como Minsky (1982) retomarán: la capacidad que tiene el capital financiero para ampliar el ciclo de valorización del capital y, con ello, postergar la crisis, está detrás de la propia tendencia del sistema capitalista al sobreendeudamiento, lo que pone efectivamente de manifiesto el movimiento relativamente independiente (D-D') de esta categoría del capital social.

Si la concepción del capital financiero presente en *El Capital* se hubiese limitado a lo revisado hasta este punto, constituiría, a pesar de las limitaciones que posteriormente se mencionarán, una importante referencia para nuestra investigación. Pero Marx va incluso más allá, apuntando algunas caracterizaciones en torno al concepto de capital financiero que fueron retomadas posteriormente por otros economistas marxistas y que contribuyen a perfilar mejor dicha categoría.

En primer lugar, Marx plantea a lo largo del libro III de *El Capital* una nueva distinción entre las distintas categorías de capital, esta vez centrada en el carácter "activo" o "inactivo" de dichas categorías (Marx, 1894). Marx establece una diferencia entre el capital activo (capital industrial y comercial) y el capital pasivo (capital financiero), considerando las distintas categorías no sólo como personas jurídicamente distintas, sino también como fracciones de clase que desempeñan papeles económicos esencialmente diferentes: mientras el capital pasivo se limita a prestar el capital, el capital activo lo emplea en la producción o comercialización. El interés percibido por el capital financiero, o pasivo, proviene exclusivamente de la posesión del capital, mientras que la ganancia que obtienen las otras fracciones del capital social derivan de la valorización del capital en la actividad económica real. Por ello, Marx utilizará también los conceptos de "capital parasitario" o "capital rentista" para nombrar al capital pasivo, conceptos que serán retomados posteriormente por otros economistas (como es el caso de Keynes en *La teoría general del empleo, el interés y el dinero*).

Esta distinción entre capital activo y capital pasivo, tal cual está formulada por Marx en el libro III de *El Capital*, será utilizada posteriormente por otros economistas, como Hilferding (1910), para tratar de resolver precisamente una de las principales carencias que presenta el concepto de capital financiero en la obra de Marx: ¿cómo caracterizar la figura del accionista en las sociedades anónimas? ¿Su figura jurídica se enmarca, en términos económicos, en la categoría de capital industrial o en la de capital financiero? ¿Acaso el papel económico del accionista no se identifica mejor con el del "rentista" que presta un capital y recibe una remuneración por la mera posesión de dicho capital, que con el del capitalista industrial que "emplea" el capital prestado en la producción?

El desarrollo relativamente limitado de las sociedades anónimas por acciones durante el periodo en el que Marx escribe *El Capital* permite entender esta carencia. Sin embargo, ya el propio Marx apuntaba en su obra que una de las características de las sociedades por acciones es precisamente la de impulsar la "transformación del capitalista realmente activo

en un simple dirigente y administrador del capital de otros, y de los propietarios del capital en simples propietarios, en simples capitalistas financieros" (Marx, 1894). Marx asimila así los dividendos con el interés, entendido éste como la remuneración genérica que recibe todo capital que pretende valorizarse en el ámbito financiero:

> "Aun cuanto los dividendos que perciben incluyan el interés y el beneficio del empresario, es decir, la ganancia total (pues el sueldo del gerente es o debe ser un simple salario para remunerar un cierto tipo de trabajo cualificado cuyo precio regula el mercado de trabajo, como el de otro trabajo cualquiera), esta ganancia total sólo se percibe ahora en forma de interés, es decir, como simple remuneración de la propiedad del capital, separada por entero de la función que desempeña en el proceso real de reproducción […] En las sociedades anónimas, la función aparece separada de la propiedad del capital y el trabajo aparece también, por tanto, completamente separado de la propiedad de los medios de producción" (Marx, 1894: 415).

De hecho, Marx presenta un concepto de "sistema de crédito" integrado por el crédito comercial y por el crédito financiero, considerando que este último incluye, a su vez, el capital financiero propiamente dicho pero también el capital movilizado por las acciones de las sociedades anónimas. Como vemos, las bases para que Hilferding (1910) pudiese retomar y hacer madurar el concepto de capital financiero presentado por Marx estaban ya contenidas en *El Capital*.

Esta aproximación que hace Marx a un concepto de capital financiero que incluye el capital movilizado en forma de acciones resultará de enorme utilidad para nuestra investigación. Pero además hay otra caracterización presente en *El Capital* que va a resultarnos de utilidad: el concepto de "capital ficticio" (Marx, 1894).

Marx presenta el carácter ficticio del capital financiero como aquella facultad que tiene esta categoría del capital para crear activos financieros sin contrapartida real. Dicha facultad responde a la separación entre la propiedad del capital y su función en la producción. Es decir, el mecanismo que explica la formación de capital ficticio viene dado por la propia naturaleza de los títulos financieros emitidos en el marco de una sociedad mercantil (obligaciones, bonos, acciones, etc.): dado que los títulos financieros constituyen derechos a obtener en el futuro parte de la valorización del capital que tiene lugar en el ámbito productivo, un precio actual de dichos activos superior al descuento de pagos asociado a la valorización real constituye un capital ficticio.

En resumen, desde el punto de vista de nuestra investigación las principales aportaciones que tomamos de la obra de Marx son aquellas vinculadas a la caracterización que dicho autor hace del concepto de capital financiero, entendido éste como categoría económica y como fracción de clase cuyo interés radica en el ciclo de valorización "atajado" D-D', ampliamente autónomo respecto del proceso de valorización real. Esta caracterización nos permitirá, posteriormente, concretar en el terreno empresarial las relaciones e intereses contrapuestos entre el capital productivo y el capital financiero.

De hecho, una de las principales facultades de la obra de Marx es la de contribuir a la identificación de los distintos agentes y fracciones sociales que confluyen –con distintos intereses– en el proceso productivo y, en particular, en la empresa. No obstante, esta identificación de las distintas fracciones de clase y, en concreto, del capital financiero, no llega a concluirse en *El Capital*. Habrá que esperar hasta que Hilferding presente en 1910 *El capital financiero* para tener –en el terreno de la Economía Política– una visión más perfilada y acotada de dicho concepto.

Hilferding considera que el desarrollo de las sociedades por acciones y de la propia

banca lleva, ya desde finales del siglo XIX, a una concentración de la producción y de las distintas categorías del capital, que tiene como consecuencia la formación de monopolios y la interpenetración de los bancos y la industria:

> "El capital financiero significa la unificación del capital. Los antiguos sectores separados del capital industrial, comercial y bancario se hallan bajo la dirección común de la alta finanza, en la que están vinculados personalmente los señores de la industria y de los Bancos. Esa unión tiene como base la eliminación de la libre competencia del capitalista individual por las grandes uniones monopolistas" (Hilferding, 1910: 337).

Hilferding prolonga y desarrolla algunos elementos ya presentes en la obra de Marx, explicando cómo en razón de la poderosa fuerza de concentración del capital financiero, todas las restantes categorías parciales del capital se unifican. Pero, a los efectos de nuestra investigación, el elemento teórico más interesante de la obra de Hilferding es la caracterización que hace de los accionistas de las sociedades anónimas, y de cómo estos se integran en la categoría de capital financiero.

Hilferding parte de la constatación de que existen ingentes masas de dinero movilizables como capital debido al deseo de sus dueños de "hacerlas fructificar", a pesar de no querer convertirse en "capitalistas activos". Estas masas de capitales pueden ser efectivamente agrupadas en forma de ahorro colectivo para que el sistema financiero las ponga a disposición del proceso productivo. Es fundamentalmente la banca la que desarrolla esta tarea: centraliza estas masas de dinero potencialmente movilizables como capital y las pone a disposición –mediante la concesión de préstamos– de las empresas que las emplean en el proceso productivo. Sin embargo, Hilferding va más allá en la conceptualización del capital financiero: esta voluntad de los propietarios de masas de dinero de hacer fructificar su patrimonio sin necesidad de convertirse en "capitalistas activos" puede ejercerse por la vía del sistema bancario o puede desarrollarse –de forma paralela– a través de la participación en el capital accionarial de las sociedades anónimas.

La diferencia fundamental que existe entre ambas vías, y lo que impidió que Marx considerase a los accionistas como "capital financiero" en sentido estricto, es que mientras que las sumas depositadas en entidades financieras y bancarias tienen plena liquidez, la tenencia de títulos accionariales de una empresa no.

> "Más para que el accionista se convierta en capitalista monetario es necesario que pueda volver a recibir su capital en todo tiempo como capital monetario. Su capital aparece fijado en la empresa como el del capitalista individual. Y así es, en realidad. El dinero se ha entregado y sirve para la adquisición de las máquinas, de la materia prima, para pago de los trabajadores, etc., en una palabra, de capital monetario se ha transformado en capital productivo para insertarse en la circulación como capital industrial. El accionista no puede volver a recibir este capital una vez entregado. Ya no tiene derecho sobre él, sólo lo tiene sobre una parte alícuota del beneficio" (Hilferding, 1910: 111).

Llegados a este punto, Hilferding enuncia una aportación que permitirá unificar ambas formas de fructificación del capital y, con ello, considerar definitivamente a los accionistas de las sociedades anónimas parte de esa categoría que denominamos capital financiero.

La teoría de la bolsa de Hilferding, ausente en *El Capital*, muestra cómo el surgimiento de las bolsas de valores supuso la consolidación de una institución que garantizaba la liquidez de los títulos accionariales suscritos. Así, la bolsa facilita a las sumas dinerarias movilizadas en forma de acciones una posibilidad análoga a la que tienen las sumas dinerarias

movilizadas en forma de préstamos y créditos por el sistema bancario. En ambos casos el capital fructifica para el “capitalista inactivo” bajo la forma D-D’, existiendo la posibilidad inmediata de recuperar el capital invertido con la venta de los títulos detentados (obligaciones, acciones, bonos, etc.). La bolsa de valores le da al suscriptor de títulos accionariales la posibilidad de retirar en todo momento, en forma de dinero líquido, el capital invertido:

> "Para la función de la Bolsa, o sea, dar el carácter de monetario al capital industrial para el capitalista individual mediante la transformación en capital ficticio, la magnitud del mercado es esencial, puesto que el carácter de capital monetario depende de que las acciones y obligaciones puedan venderse realmente en todo momento y sin mayor pérdida de cotización” (Hilferding, 1910: 154).

Hilferding introduce con todo ello dos aportaciones que contribuyen a delimitar el concepto de capital financiero y que van a resultar particularmente interesantes para nuestra investigación: en primer lugar, el capital financiero unifica –mediante la garantía de liquidez de los títulos correspondientes– las distintas categorías anteriormente separadas (capital industrial, comercial y bancario) y, en segundo lugar, jerarquiza dichas categorías y las pone bajo su mando, erigiéndose en la fracción directora del proceso de acumulación. Por tanto, el capital financiero ya no aparece en la obra de Hilferding como algo “exterior” al proceso de producción, sino como un agente más que integra la “caja negra” de la empresa, terreno en el que se dilucida la confrontación de intereses no sólo de la distintas clases sociales –capital y trabajo–, sino de las distintas fracciones del capital social –capital financiero y capital productivo o industrial–.

Con posterioridad a la obra de Marx y de Hilferding diversos economistas han seguido trabajando sobre el concepto de capital financiero, de cara a determinar los sujetos que dirigen el proceso de acumulación así como las relaciones entre la dimensión financiera y la dimensión productiva de la economía. En las décadas de 1930 y 1940 destaca, qué duda cabe, la figura de Keynes. No obstante, después de Keynes habrá que esperar hasta prácticamente los años noventa del siglo XX para que el ámbito de la Economía Política vuelva a centrar sus análisis en el capital financiero, dado que los principales autores inmediatamente posteriores a la II Guerra Mundial (Mattick, Mandel y Baran, por el lado marxista, y Kaldor, Sraffa, Robinson y Pasinetti, por el postkeynesiano) no abordarán de forma prioritaria este objeto de estudio. Tanto Minsky –en la economía postkeynesiana– como Sweezy –en la marxista– constituyen no obstante notables excepciones en esta tendencia.

La Economía Política, en general, y la economía marxista, en particular, son un referente teórico básico de nuestra investigación. Algunos de los principales elementos de dicha mirada constituyen piezas esenciales de nuestra argumentación: el concepto de capital financiero, la importancia de la rentabilidad entendida ésta como variable central del proceso de acumulación, la estructuración de la sociedad en distintas clases sociales con intereses contrapuestos o la concepción de la realidad económica como un objeto de naturaleza histórica cuyo centro de gravedad orbita en torno al conflicto social. No obstante, esto no debe interpretarse como una asunción generalizada y acrítica de la economía marxista, y en particular de sus orientaciones más ortodoxas, en la medida en que hay elementos inscritos en dichas interpretaciones de los que explícitamente nos distanciamos: por ejemplo, consideramos que no existe un devenir económico predeterminado, supuestamente fundamentado en el “materialismo histórico”; del mismo modo, abrigamos en nuestra

investigación la posibilidad de crisis capitalistas –incluso de enorme calado, como la actual– no necesariamente explicadas por una caída de la tasa de rentabilidad, sino por la enorme acumulación de activos financieros no vinculados con la actividad productiva. Análogamente, esta investigación –al limitarse al terreno de la economía aplicada y dada la necesidad de una fuerte contrastación empírica del objeto de estudio abordado– no toma como punto de partida categorías propias de la economía marxista de muy difícil aproximación estadística, como el concepto de plusvalía.

1.2.2- La literatura sobre la financiarización de la economía mundial

La floreciente literatura que en la última década ha proliferado a propósito del concepto de financiarización perfectamente podría encuadrarse en el marco de la Economía Política. A pesar de que son muy diversos enfoques que recurren a dicho concepto, todos ellos lo hacen tomando como punto de partida las principales dimensiones del proceso de acumulación (generación, distribución y utilización del excedente). Si separamos la literatura sobre la financiarización en un apartado distinto es principalmente por motivos expositivos y didácticos.

Como ya se comentó anteriormente, el concepto de financiarización ha sido utilizado para referirse –de una u otra forma– al creciente dominio que los mercados y la lógica financiera ejercen sobre el conjunto de la dinámica económica desde finales de la década de 1970. Sin embargo, no existe en la literatura especializada una definición común de este fenómeno, dado que las diferentes perspectivas hacen hincapié en aspectos distintos (véanse a este respecto los trabajos de Bellamy y Magdoff, 2009; Chesnais, 2004; Duménil y Levy, 2004 y 2011; Epstein, 2005; Krippner, 2005; Lapavitsas, 2009a; Stockhammer, 2004; Orhangazi, 2008; Martínez González-Tablas, 2011 y 2007; Medialdea, 2009; Crotty, 2005; Onaran *et al*., 2009; Palley, 2007; Dallery, 2009 y 2010; Dallery y van Treeck, 2009; Hein, 2009)[4].

La revisión teórica que presentamos en este apartado no pretende ser un repaso sistemático de la caracterización que las diversas escuelas hacen de los vínculos entre el proceso de financiarización y la relación salarial. El repaso que aquí hacemos tiene la intención de ubicar nuestra investigación en el seno de un debate preexistente y, por tanto, será un repaso selectivo, acotado y funcional, con la intención de centrar rápidamente las principales controversias y carencias de la literatura. Por ello, situamos como interlocutores directos a aquellos enfoques que además de atribuir una importancia central al papel que juega el nuevo contexto financiero internacional en el funcionamiento de la economía, sitúan el epicentro de su análisis en la empresa. Debe tenerse en cuenta además que la atención prestada por estos enfoques a la dimensión salarial del proceso de financiarización ha sido generalmente escasa.

En concreto, analizamos de forma muy resumida las posiciones defendidas por los autores postkeynesianos, los radicales norteamericanos, la escuela francesa de la Regulación y la economía marxista. Remitimos a la bibliografía correspondiente en cada caso para evitar hacer un repaso exhaustivo de los debates presentados.

1.2.2-1 El enfoque postkeynesiano y los radicales norteamericanos

La escuela postkeynesiana ha abordado con profundidad las interrelaciones entre el nuevo contexto financiero internacional y los cambios en la dinámica macroeconómica

[4] Para una interesante revisión del estatuto epistemológico del concepto de “financiarización”, así como de sus posibilidades de “éxito académico”, véase Engelen (2008). Una interesante revisión bibliográfica sobre esta literatura, aunque ya algo desfasada, la encontramos en Froud *et al.* (2001).

originados por dicho contexto (Arestis y Demetriades, 1997; Arestis *et al.*, 2001 y 2002; Eatwell y Taylor, 2000; Kregel, 2004; Lavoie, 2005; Lavoie y Seccareccia, 2001). Sin embargo, en un primer momento no lo hizo desde una perspectiva relacionada directamente con el objeto que se plantea en este trabajo. Sus análisis no se desarrollan desde la perspectiva de la empresa, considerando la alteración en sus pautas de funcionamiento, sino atendiendo a la interrelación de las principales variables macroeconómicas. Además, el vínculo entre la liberalización, la expansión financiera y la dimensión salarial ha sido analizado por esta escuela de forma subordinada al estudio del crecimiento económico.

Así, por ejemplo, Eatwell y Taylor (2000) y Arestis *et al.* (2002) plantean cómo el nuevo contexto de liberalización y expansión financiera se ha traducido en un fuerte aumento del coste del capital, en una mayor volatilidad de los mercados de capitales y en una creciente inestabilidad económica general. Estos cambios habrían conllevado una menor inversión empresarial, una actividad comercial más errática y volátil y, por ende, en un menor crecimiento económico, repercutiendo todo ello sobre los niveles de empleo. Estos autores han insistido igualmente en la mayor capacidad de los sistemas de financiación bancarios para promover el crecimiento económico, frente a los sistemas basados en los mercados financieros (Arestis *et al.*, 2001). Del mismo modo, también han señalado el efecto negativo que ha supuesto sobre la inversión productiva la privatización –fruto del proceso de liberalización– del riesgo económico (que anteriormente era asumido por el Estado).

Otros autores postkeynesianos (Kregel, 2004; Lavoie y Seccareccia, 2001) han recuperado la figura de Minsky para analizar los efectos asociados a los cambios en el entorno internacional, insistiendo en la tendencia autónoma al sobreendeudamiento y a la fragilidad financiera de las economías capitalistas no reguladas. Esta tendencia desencadena, en última instancia, episodios recurrentes de crisis financieras y, por tanto, reducción de la actividad productiva, de la creación de empleo y del crecimiento salarial.

No obstante, investigaciones postkeynesianas posteriores incorporan con mayor énfasis la dimensión salarial en sus análisis, al concretar sus estudios en el terreno de la empresa, entendida ésta como espacio de confrontación entre los intereses de accionistas, directivos y trabajadores. Estos trabajos resultarán de especial interés para nuestra investigación. Destacan especialmente los de Lavoie (2008), Stockhammer (2004 y 2006), Palley (2007) y Dallery (2009 y 2010), autores que –desde una perspectiva de clase– identifican el impacto de la financiarización sobre las decisiones empresariales de gestión del beneficio y, con ello, sobre la lógica de la acumulación, el empleo y el salario. Los estudios de estos autores muestran cómo las nuevas prioridades y restricciones a las que se enfrentan las empresas durante las décadas de 1990 y 2000, particularmente en el sector no financiero de la economía, han frenado la dinámica de acumulación de capital y, con ello, la creación de empleo y el aumento de los salarios (Stockhammer, 2004 y 2006; Palley, 2007).

Esta perspectiva es complementaria a la de algunos economistas radicales norteamericanos, vinculados al *Political Economy Research Institute* (PERI), que han abordado también el fenómeno de la financiarización centrando su atención en la confrontación de intereses que tiene lugar en el terreno de la empresa (Epstein, 2005; Orhangazi, 2008; Crotty, 2005; Krippner, 2005). Estos autores se han centrado especialmente en el comportamiento de las empresas no financieras, analizando sus patrones de inversión, distribución de beneficios y acumulación en el contexto de la progresiva financiarización de la economía norteamericana. Sus investigaciones constituyen un punto de apoyo muy relevante para nuestro trabajo, en la medida en que centran su mirada precisamente sobre el mismo sujeto que nosotros: las sociedades no financieras. Sus conclusiones son similares a las de autores postkeynesianos como Stockhammer

(2004) o Palley (2007). Además, los radicales norteamericanos han aportado un enfoque metodológico especialmente interesante, incorporando al estudio de los flujos agregados de los distintos sectores institucionales (Crotty, 2005; Krippner, 2005) el análisis econométrico de microdatos empresariales (Orhangazi, 2007). No obstante, estos autores, al igual que los postkeynesianos, tampoco consideran entre sus prioridades el análisis de los vínculos entre la financiarización y la masa salarial.

Destacan en nuestro país los trabajos desarrollados por Martínez-González Tablas (2011 y 2007), Medialdea (2009) y Palazuelos (2011). Estos autores han estudiado el fenómeno de la financiarización desde una perspectiva particularmente interesante, al considerar la interrelación de diversos niveles analíticos (evolución, características y lógica de los mercados financieros; impacto del proceso de financiarización sobre los agentes no financieros; condicionamiento estructural y efectos de dicho proceso sobre la dinámica macroeconómica; efectos sobre la estructura social y las posiciones de clase). Este estudio por niveles del proceso de financiarización proporciona un valioso análisis global de dicho fenómeno. Así, estos autores muestran cómo el proceso de financiarización ha frenado y subvertido la dinámica de acumulación de capital y cómo, cuando la ha impulsado, lo ha hecho a costa de crecientes niveles de endeudamiento y de ciclos de exuberancia financiera que han ocasionado reiterados episodios de inestabilidad y duras crisis económicas (como la iniciada en 2008). Además, estos autores analizan también cómo este proceso ha beneficiado fundamentalmente a las clases altas y a los sectores sociales vinculados al mundo de las finanzas.

1.2.2-2 La escuela de la Regulación

Desde que en 1998 Aglietta publicase *Le capitalisme de demain*, la escuela francesa de la Regulación ha situado en el centro de su agenda de investigación el papel de las finanzas en el nuevo "régimen de crecimiento" (Aglietta, 2000, 2001a y 2001b; Aglietta y Reberioux, 2004; Boyer, 2000 y 2005; Colletis, 2004; Lordon, 2000a y 2000b; Orlean, 1999). Además, el notable eco que ha tenido este enfoque, particularmente en Francia, ha llevado a que –más allá de la propia escuela de la Regulación– otros autores se hayan situado en su órbita al abordar el mismo objeto de estudio con similares categorías teóricas (Plihon, 2004; Jeffers y Plihon, 2001; Plihon y Ponssard, 2002; Montagne, 2001), en lo que en ocasiones se ha llamado el "enfoque del capitalismo patrimonial"[5].

Las aportaciones de esta escuela en el terreno que nos ocupa han sido particularmente relevantes: análisis de las principales transformaciones en los mercados financieros internacionales, de las nuevas formas de propiedad y gestión empresarial, y de la financiarización de las estrategias empresariales. Según estos autores, la liberalización de los mercados financieros ha contribuido, a través del *gobierno corporativo* de la empresa, a una importante reducción de los horizontes de valorización del capital, en la medida en que el renovado poder de los accionistas ha podido imponer exigencias de rentabilidad más apremiantes.

Estos autores atribuyen a las finanzas un papel central en el nuevo "régimen de crecimiento" que se inicia en Francia a comienzos de los años ochenta, caracterizado por el protagonismo de los mercados bursátiles, el poder de los inversores institucionales, la transformación de las pautas de funcionamiento empresarial y la financiarización del patrimonio de los hogares. Las finanzas de mercado se convierten –en mayor o menor medida según los distintos autores– en el nuevo motor que impulsa el comportamiento de

[5] Véase en este sentido (Álvarez y Medialdea, 2008).

empresas, hogares y Estados, determinando con ello la dinámica macroeconómica de los países desarrollados. Nuestra investigación se apoyará en buena parte de estas aportaciones.

Resulta particularmente relevante el hecho de que esta escuela –con más intensidad que los autores postkeynesianos– aborda plenamente las dos dimensiones analíticas que delimitan nuestro objeto de estudio: una perspectiva centrada en el ámbito de la empresa y los vínculos del proceso de financiarización con la masa salarial.

Los autores regulacionistas han dedicado una parte importante de sus trabajos a estudiar la transformación de la relación salarial fruto de la mutación del "régimen de crecimiento": según estos autores, el nuevo modelo de acumulación liderado por los mercados financieros ha llevado a una progresiva patrimonialización de los ingresos de los hogares asalariados (debido a su creciente participación en los pasivos de los inversores institucionales). Esto se ha traducido, según la versión más extrema sostenida por esta escuela (Aglietta, 1998, 2001a y 2002; Orlean, 1999), en una creciente escisión dentro de la propia categoría del trabajo asalariado entre su vertiente salarial y su vertiente patrimonial, en una creciente socialización de la propiedad del capital y en el desarrollo de "efectos riqueza" que han podido incluso compensar las caídas reales de los salarios en algunas economías desarrolladas. Así, la importancia que para los trabajadores han tenido los ingresos e incrementos de patrimonio procedentes de fuentes distintas a las del salario (plusvalías bursátiles, incrementos de capital financiero, dividendos, etc.), se habría traducido en la existencia de estos "efectos riqueza", lo que habría permitido que el consumo privado fortaleciera sus vínculos con la evolución de la rentabilidad financiera y se independizara parcialmente de la masa salarial. Otras interpretaciones regulacionistas sobre la patrimonialización de los ingresos de los asalariados, los posibles efectos riqueza y la sostenibilidad de dichos vínculos han sido más ponderadas (Boyer, 2000). El mismo Aglietta (Aglietta y Reberioux, 2004) matizará no obstante su argumentación años después.

A pesar de que la escuela de la Regulación es una de las que más intensamente ha abordado el vínculo entre el proceso de financiarización y la dinámica salarial, la caracterización que han hecho de dicho vínculo presenta algunas carencias evidentes.

Más allá de las posibles críticas a su interpretación general del proceso de financiarización del capitalismo contemporáneo[6] (extrapolación acrítica de la dinámica macroeconómica norteamericana al resto de economías desarrolladas, supuesta sostenibilidad del régimen de crecimiento liderado por las finanzas, etc.), son de particular importancia, desde nuestro punto de vista, las debilidades referentes a su análisis de la relación salarial. Así, la falta de contrastación empírica detallada por tramos de hogares es el factor que permite a Aglietta u Orlean sostener la existencia de una supuesta "esquizofrenia salarial" en el seno del trabajo entre ingresos salariales y patrimoniales. Esta escisión de ingresos en el seno del trabajo conllevaría además una supuesta escisión de los intereses condensados en la propia figura del asalariado. En nuestra investigación abordaremos esta cuestión, valorando la dimensión de la posible escisión entre ingresos salariales y patrimoniales para el conjunto de los asalariados franceses.

1.2.2-3 La economía marxista

La economía marxista contemporánea también ha participado intensamente en el debate sobre la financiarización de la economía mundial (Bellamy y Magdoff, 2009; Chesnais, 1999, 2003 y 2004; Duménil y Levy, 2004 y 2011; Husson 2008a y 2008b; Lapavitsas, 2009a,

[6] Véanse en este sentido las críticas de Chesnais (2003) y de Husson (2001).

2009b y 2010; Sweezy, 1994), dando continuidad con ello a los análisis avanzados por Hilferding a comienzos del siglo XX.

Cuando analizamos las aportaciones de este enfoque al debate sobre la financiarización de la economía mundial, encontramos dos elementos que constituyen puntos de apoyo para nuestra investigación: por un lado, el renovado interés de este enfoque por delimitar el concepto de capital financiero y, en segundo lugar, el intento por caracterizar las relaciones entre la esfera productiva y la esfera financiera de la economía, así como el impacto que dichas relaciones tienen sobre el trabajo. Veamos ambas aportaciones.

El renovado interés de la economía marxista, tras el periodo de posguerra, en los análisis del capital financiero, así como en las relaciones contemporáneas de la esfera financiera y la actividad productiva, parten de los tempranos esfuerzos realizados por Sweezy. Este autor analiza, ya desde los años ochenta (Sweezy y Magdoff, 1987; Sweezy, 1994), el resurgimiento del capital financiero, entendido dicho capital en términos similares a los planteados a comienzos del siglo XX por Hilferding. Sweezy comienza a asociar ya este ascenso con el proceso de estancamiento de la economía mundial, dada la orientación especulativa del capital financiero.

Duménil y Lévy (2004, 2006 y 2011) desarrollan el concepto de capital financiero avanzado por Hilferding, insistiendo en el carácter unificado de las distintas categorías del capital. Así, Duménil y Lévy hablan, de forma general, de las "finanzas", entendidas éstas como "la fracción superior de la clase capitalista y las instituciones financieras, encarnaciones y agentes de su poder" (Duménil y Lévy, 2006: 153). En la caracterización de Duménil y Lévy entran en juego, como vemos, dos elementos. En primer lugar, se habla de una fracción (hegemónica) de clase; en segundo lugar, se presenta un conjunto de instituciones cuyos intereses son los de dicha fracción (los bancos, los inversores institucionales, los bancos centrales, los organismos multilaterales, etc.). En términos similares se expresa Serfati (2003: 59):

> "El capital financiero debe considerarse en dos dimensiones. Por un lado, los recursos que conservan la forma de dinero y que se valoriza en forma de dinero –convirtiéndose de esta forma en capital– tomando la forma de créditos (préstamos, obligaciones), de derechos de propiedad (acciones) o de múltiples combinaciones de unos y otros. Por otra parte, el capital financiero se refiere también a las entidades (bancos, aseguradoras, fondos de pensiones, fondos de inversión, etc.), cuyo cometido consiste en centralizar el dinero en forma de créditos o de derechos de propiedad para rentabilizarlo, así como a las instituciones (la Bolsa y el resto de mercados financieros). La dimensión funcional y la institucional-organizacional del capital financiero deben valorarse tanto en su especificidad como en sus relaciones recíprocas" (Serfati, 2003: 59).

Así, vemos como Dumenil y Levy, y Serfati, enriquecen el concepto tradicional de capital financiero incorporando a las dos dimensiones tradicionales de dicho concepto –capital financiero entendido como una determinada categoría funcional del capital, y capital financiero entendido como una determinada fracción social– una tercera dimensión: la dimensión institucional (aquellas instituciones que representan los intereses del capital financiero a escala nacional e internacional). En definitiva, los diversos elementos presentes en estas caracterizaciones remiten a esa dimensión global a la que anteriormente hemos aludido: la capacidad de la fracción superior de la clase capitalista de controlar los mecanismos económicos según sus intereses y objetivos.

En la misma línea, Chesnais (2006) insiste en el proceso de transformación del accionariado de las multinacionales y grandes empresas en la economía mundial, con un

importante cambio en las últimas décadas en la forma de la propiedad. Este cambio habría llevado a una nueva identidad del capital financiero internacional y a un reforzamiento de los vectores estructurantes del capitalismo. Así, para este autor, la acumulación financiera realizada por los fondos de pensiones y por los fondos de inversión ha puesto fin a la dispersión de los accionistas, que había permitido al "capital-función" debilitar las prerrogativas del "capital-propiedad". La concentración de las acciones en manos de estos nuevos inversores institucionales en las últimas décadas del siglo XX les ha dado el poder de reclamar colectivamente privilegios que no estaban al alcance de los accionistas dispersos. Con ello, el capital ha impulsado una "concepción puramente financiera de la empresa, que hace de ésta una colección de activos divisibles y líquidos, susceptibles de ser cedidos o comprados según las ocasiones de rendimiento financiero. Han introducido en definitiva y sobre todo los procedimientos altamente estandarizados del *gobierno de la empresa*, que codifican las formas contemporáneas de la relación entre las finanzas y la industria" (Chesnais, 2006: 106).

En las aportaciones de estos autores no se presenta por tanto una dicotomía entre "capital industrial" y "capital financiero" (entendidos estos como sectores particulares de la economía, con sus propios capitalistas con intereses opuestos entre sí). Las instituciones financieras son entendidas como instrumentos en manos de la clase capitalista, considerada íntegramente, que permiten a dicha clase ejercitar su dominio sobre el conjunto del proceso de acumulación.

Esta aproximación será relevante para nuestra investigación, en la medida en que analizaremos cómo –en el terreno de la empresa– resulta sumamente difícil distinguir las categorías teóricas de capital industrial y capital financiero (el primero "productivo" y el segundo supuestamente externo al proceso productivo y "parasitario" de éste). En realidad, como veremos, esta realidad en el terreno de las grandes empresas se nos presenta especialmente confundida, mezclada y unificada.

Vayamos ahora a la segunda de las aportaciones realizadas por la economía marxista contemporánea en torno al debate sobre la financiarización[7]. A partir de la caracterización del capital financiero presentada, este enfoque aborda el estudio de las relaciones entre la esfera productiva y la esfera financiera. Dicho estudio se centra en torno a dos líneas analíticas que a veces se presentan como contradictorias, pero que no necesariamente lo son.

Por un lado, algunos autores han situado en la "punción financiera" el mecanismo concreto mediante el cual la financiarización de las economías desarrolladas repercute en el proceso de acumulación, en la actividad empresarial y, con ello, en la dinámica salarial. Autores como Chesnais (2003 y 2004) o Duménil y Levy (2004) han dedicado una importante atención a analizar –teórica y empíricamente– la punción que los mercados financieros efectúan del valor creado en el proceso productivo. Para ello, han evaluado los pagos realizados por las sociedades no financieras a los mercados financieros en forma de intereses, dividendos y recompras de acciones, concluyendo que dicha punción ha adquirido una dimensión tal a lo largo de las últimas décadas que ha determinado la caída del beneficio retenido y, por tanto, la ralentización de la acumulación y de la creación de empleo.

Otros autores marxistas (Lapavitsas, 2009a, 2009b y 2010; Bellamy y Magdoff, 2009;

[7] Para una revisión de las posiciones de aquellos economistas marxistas que critican el concepto de financiarización como caracterización particular del capitalismo contemporáneo, véase Astarita (2008) y Mateo Tomé (2011).

Bellamy, 2010; Jetin, 2005) se han situado en este mismo debate argumentando que el proceso de financiarización no supone una punción de los recursos empresariales por parte del capital financiero. Más bien, el proceso de financiarización determina una huida de capitales ociosos hacia los mercados financieros, donde dichos capitales encuentran mejores vías de valorización. La liberalización y expansión de los mercados financieros –elemento determinante en la correlación de fuerzas entre las distintas fracciones de clase– es el factor que explica las mejores opciones de valorización del capital en el ámbito de las finanzas (Lapavitsas, 2009a). De este modo, no sería el proceso de financiarización el que causa la ralentización del proceso de acumulación de capital, como plantean Duménil y Levy (2004) o Chesnais (2004), sino que es el propio estancamiento de la acumulación el que empuja al capital a la de búsqueda de beneficios financieros en la esfera de la circulación (Lapavitsas, 2009a; Bellamy y Magdoff, 2009).

Consideramos, al igual que Husson (2009), que estas dos líneas argumentales no resultan excluyentes en este punto, siendo ambas aportaciones útiles para nuestra investigación, tal y como se planteará más adelante. Estas dos perspectivas del análisis marxista conectan además con algunos análisis planteados por los autores postkeynesianos y por los radicales norteamericanos (Stockhammer, 2004 y 2006; Orhangazi, 2008; Krippner, 2005): todos estos análisis consideran que el concepto de financiarización designa un nuevo "patrón de acumulación en el cual el proceso de realización de beneficios tiene lugar fundamentalmente a través de canales financieros, en lugar de a través de la producción y comercialización de mercancías" (Krippner, 2005: 174)[8].

En cualquier caso, la implicación que se deriva de las dos interpretaciones marxistas revisadas es la existencia de una pugna entre capital productivo y capital financiero –entendidos en este caso como categorías económicas, no como fracciones sociales– que es repercutida directamente sobre el trabajo y sobre la dinámica salarial, que actúa como variable de ajuste. Por tanto, el salario es la variable que para este enfoque permitirá acomodar las tensiones surgidas entre la esfera financiera y la esfera productiva: la contención salarial es la orientación en la que se inscriben las transformaciones laborales vinculadas al proceso de financiarización[9].

Estas transformaciones se enmarcan además en la órbita de las contrarreformas desarrolladas durante las últimas décadas del siglo XX para posibilitar el ajuste ante la crisis de rentabilidad que atravesó el sistema capitalista en la década de 1970 (Chesnais, 2004; Dumenil y Levy, 2004; Husson, 2008). La financiarización de la economía, la "punción financiera" y la "huida" de capitales relativamente ociosos al ámbito financiero son los instrumentos concretos de los que se ha dotado el capital en dicho proceso de transformaciones para sostener la rentabilidad. La financiarización es entendida por tanto como una palanca de recomposición social que altera las relaciones entre las distintas

[8] Un análisis muy interesante de cómo se despliega este patrón de acumulación en economías emergentes –en particular en la economía brasileña– y cómo este patrón determina al conjunto de la dinámica macroeconómica puede verse en Medialdea (2009).

[9] En este punto es importante realizar una matización. Encontramos en la literatura marxista (Husson, 2008) y postkeynesiana (Onaran, 2010) análisis que enriquecen esta argumentación: el proceso de financiarización ha determinado la contención salarial pero, simultáneamente, se ha alimentado de dicha contención. La causalidad resulta por tanto bidireccional: la ofensiva neoliberal desplegada desde comienzos de la década de 1980 en los países de la OCDE hizo retroceder el peso de los salarios sobre la renta nacional, lo que se tradujo en un incremento de los capitales que podían ser valorizados en la esfera financiera. Posteriormente, dicha valorización generará a su vez crecientes tensiones en el seno de las sociedades no financieras, que serán amortiguadas recurriendo de nuevo a la contención salarial.

clases sociales[10]. La investigación que aquí presentamos parte de este análisis, que nosotros evaluamos a partir de una contrastación empírica propia.

Como podemos observar, los estudios que desde el marxismo se han desarrollado para relacionar en las economías desarrolladas el proceso de financiarización con la dinámica salarial –al igual que en el caso las principales aportaciones postkeynesianas o radicales– hacen bascular el análisis sobre la evolución de la inversión empresarial y la repercusión de ésta sobre la acumulación, el empleo y la dinámica salarial. De esta manera, se obvia el impacto que el proceso de financiarización tiene sobre otras dimensiones de la empresa, más allá de las políticas de inversión. De hecho, la empresa –entendida como "campo de batalla" en la apropiación por el valor producido y donde la capacidad de negociación es una variable central– se ve afectada por el proceso de financiarización también en el terreno de la gestión de la fuerza de trabajo, o en la definición del perímetro empresarial, factores que también deberán ser tenidos en cuenta.

1.2.3- Los institucionalistas y el enfoque de "variedades del capitalismo"

Resulta difícil caracterizar las aportaciones de la economía institucionalista con relación al objeto de estudio que aquí nos planteamos, debido fundamentalmente a la laxitud que presenta el contorno de dicho enfoque teórico. Debido a ello, centraremos nuestra revisión en las aportaciones realizadas, en el marco de este enfoque, por dos grupos de autores. En primer lugar, nos referimos al enfoque de "variedades del capitalismo" (Hall y Gingerich, 2004; Hall y Soskice, 2001; Soskice, 1999; Amable *et al*., 2005; Hancké *et al.*, 2007, Ernst, 2004) y, en segundo lugar, a un grupo de autores institucionalistas británicos (Black *et al*., 2007 y 2008; Gospel y Pendleton, 2003 y 2005) que, tomando como punto de partida la perspectiva de las relaciones industriales, interlocuta y dialoga con el enfoque de "variedades del capitalismo". Ninguno de estos dos grupos aborda ni se refiere explícitamente al fenómeno de la financiarización pero, sin embargo, ambos presentan aportaciones de crucial importancia para nuestra investigación.

El enfoque de "variedades del capitalismo" se ha planteado un objeto de estudio similar al nuestro: los vínculos existentes entre el proceso de liberalización y expansión de los mercados financieros, por un lado, y la evolución del mercado de trabajo en los principales países de la OCDE.

Estos autores (Hall y Gingerich, 2004; Hall y Soskice, 2001; Ernst, 2004) consideran que en las economías desarrolladas contemporáneas existen "esferas institucionales" que se refuerzan y permiten dinámicas de crecimiento y acumulación –las llamadas "complementariedades institucionales"–. Destacan especialmente la complementariedad entre el mercado financiero, el mercado laboral y la esfera de la actividad productiva. Estas complementariedades entre los distintos ámbitos económicos serán diferentes según hablemos de "economías coordinadas de mercado" (Alemania, Japón) o "economías liberales de mercado" (EEUU y Reino Unido, especialmente), pero en todos los casos las complementariedades correspondientes a cada economía dieron lugar después de la II Guerra Mundial a una larga época de expansión, incremento del empleo y crecimiento salarial.

Según este enfoque, la intensa dispersión de los accionistas así como la primacía de sus intereses por encima de otros objetivos empresariales suelen repercutir en una fuerte

[10] Resulta especialmente interesante en este sentido la aportación de Martin *et al.* (2008), quienes analizan el disciplinamiento que la liquidez financiera de los mercados de capitales supone para la capacidad de negociación del trabajo.

presión sobre la estabilidad del empleo, la formación laboral y la remuneración salarial en las economías liberales de mercado. Por contra, las instituciones empresariales y laborales propias de las economías coordinadas de mercado determinan que las presiones de la esfera financiera sobre los asalariados tengan un menor impacto en términos de despidos y recortes salariales, obligando a que dichas presiones sean asumidas en mayor medida por los accionistas. En el primer tipo de economías, las empresas tienden a reducir costes laborales para mantener la rentabilidad empresarial, seguir teniendo acceso a los mercados de capitales, mantener las calificaciones de riesgo estables o resistir las operaciones de adquisición hostiles. Sin embargo, en el segundo tipo de economías las presiones que reciben las empresas se traducirán con más probabilidad en una reducción de la rentabilidad y de los dividendos distribuidos a los accionistas (Gospel y Pendleton, 2003).

A partir de ahí, el enfoque de "variedades del capitalismo" analiza cómo a partir de las últimas dos décadas se han desencadenado "desajustes" entre estas complementariedades, particularmente en las economías europeas. Estos desajustes se producen cuando las "economías coordinadas de mercado" liberalizan sus mercados financieros sin hacer lo mismo con los de trabajo, situación que quiebra dichas complementariedades haciendo desaparecer las dinámicas de acumulación y creación de empleo. La ruptura de estas complementariedades en Europa explicaría por tanto el aumento del desempleo o la ralentización salarial.

El enfoque de "variedades del capitalismo" resulta sólo en parte útil para nuestra investigación, dado que fundamenta su línea argumental sobre el análisis comparativo, en un determinado momento del tiempo, de diversos estudios de caso a nivel internacional ("economías coordinadas de mercado" *versus* "economías liberalizadas"). Esta perspectiva comparativa y estática es distinta a la que adoptamos en nuestra investigación: un estudio de caso de una economía en particular que se analiza además de forma dinámica en el tiempo.

Desde nuestro punto de vista, el análisis transversal desplegado por el enfoque de "variedades del capitalismo" (comparando el conjunto de países de la OCDE) impide analizar en toda su dimensión la dinámica evolutiva que explica las interrelaciones entre la esfera de las finanzas y la esfera laboral. Así, este análisis permite únicamente constatar un determinado grado de correlación en el tipo de interrelaciones que se dan entre ambas esferas en las distintas economías, pero difícilmente sirve para construir relatos causales de los procesos de cambio estructural. De hecho, esta debilidad lleva a este enfoque a no percibir que los "desajustes" en las "economías coordinadas de mercado" –"desajustes" que han roto las complementariedades existentes entre la esfera financiera y la esfera laboral–, no se pueden presentar como una variable exógena al proceso de acumulación. A nuestro modo de ver, dichos "desajustes" responden a una profunda corriente de transformaciones estructurales que atraviesa al sistema capitalista en las últimas décadas, transformaciones que determinan a su vez las relaciones entre la esfera financiera y el mercado de trabajo.

Una crítica especialmente interesante al enfoque de "variedades del capitalismo" proviene del propio ámbito institucionalista. Boyd Black, Howard Gospel y Andrew Pendleton, autores británicos vinculados al enfoque de las relaciones industriales, han argumentado en diversos trabajos (Black *et al.*, 2007 y 2008; Gospel y Pendleton, 2003 y 2005) que son las instituciones tradicionales del mercado de trabajo (tipo de negociación colectiva, existencia de convenios, grado de afiliación sindical, etc.) las que en gran media siguen explicando la evolución de la relación salarial, y no tanto las complementariedades entre los distintos ámbitos institucionales –particularmente el ámbito financiero– señaladas por el enfoque de "variedades del capitalismo". De este modo, existe un amplio margen para que las

complementariedades institucionales tomen una forma específica u otra en las distintas economías, en función de las instituciones particulares del mercado de trabajo. Pero además, estos autores insisten en que el impacto sobre el mercado de trabajo de los procesos de liberalización acontecidos en la esfera financiera se ha producido de forma desigual según los países. Esta diversidad queda insuficientemente recogida por el enfoque de "variedades del capitalismo", que concentra su análisis en "casos típicos" (EEUU y Reino Unido, por un lado, frente a Alemania y Japón, por otro), dejando de lado la diversidad de algunos casos intermedios (Francia, las economías mediterráneas, etc.).

El enfoque de "variedades del capitalismo" ha sabido incorporar algunas de las críticas aquí presentadas, enriqueciéndose más allá de su formulación inicial. Así, Hancké *et al*. (2007) y Culpepper *et al*. (2006) pasan a dar un mayor énfasis al papel de la confrontación política y distributiva en los procesos de cambio social y de "desajuste institucional", considerando la naturaleza y función de las complementariedades institucionales en los mencionados procesos de cambio. Estos autores ponen mayor énfasis en las dinámicas de cambio institucional, relativamente ausentes en la literatura original del enfoque de "variedades de capitalismo": los procesos de liberalización financiera van acompañados, allá donde se producen, de cambios de cierta entidad en la relación salarial (progresiva flexibilización de la relación contractual, incremento en la posibilidad de ser despedido, descentralización de la negociación colectiva, mayor dispersión salarial, desincentivos en la formación de recursos humanos, etc.).

Del mismo modo, en esta revisión del enfoque de "variedades del capitalismo" se incorporan con más intensidad la diversidad de economías existentes en Europa, más allá de los casos típicos (Reino Unido frente Alemania). En este sentido, esta actualización del enfoque de "variedades del capitalismo" va a resultar de mayor interés para nuestra investigación. En concreto, van a resultar especialmente útiles para nosotros los análisis de los procesos de cambio institucional en Francia, particularmente en el terreno empresarial (Goyer, 2007a y 2007b; Culpepper *et al*., 2006). Estos análisis se han centrado en la mutación del accionariado de las grandes empresas francesas y en las consecuencias que ello ha tenido en términos de estrategias empresariales, cuestión que resultará de suma importancia en nuestra investigación.

1.2.4- Economía Financiera y Economía de la Empresa

Por último, presentan interés para la presente investigación aquellos autores que, desde la Economía de la Empresa y desde la Economía Financiera, han analizado los vínculos existentes entre la expansión de los mercados financieros y los cambios acontecidos en la gestión empresarial, especialmente cuando dicha gestión tiene un impacto significativo sobre la fuerza de trabajo. Así, las contribuciones recogidas en este apartado –ciertamente alejadas de posiciones heterodoxas y difícilmente agrupables bajo ningún enfoque común– nos han resultado útiles para precisar la conexión entre la evolución de los mercados financieros, las estrategias efectivamente desplegadas por las empresas y el impacto de dichas estrategias sobre la fuerza de trabajo. Destacamos dos aportaciones.

En primer lugar, resultan interesantes los trabajos de aquellos autores que han identificado los impactos que la liberalización y auge de los mercados financieros han tenido sobre las estrategias de las empresas no financieras (Andersson *et al*., 2007, 2008 y 2010; Prahalad y Hamel, 1990 y 1994; Markides, 1995 y 1997; Batsch, 2002 y 2004; Bowman y Singh, 1993; Dranikof *et al.*, 2002; Hoskisson, *et al*., 2005; Palard, 2007; Sentis, 1998b y 1999). En este sentido, la literatura empresarial anglosajona ya había identificado a comienzos de la década de 1990 estos vínculos: el auge de los mercados financieros en

EEUU y Reino Unido supuso una fuerte presión para las empresas, obligando a que éstas desarrollasen reestructuraciones de su cadena productiva, reorientasen su actividad hacia los segmentos de mayor valor añadido y externalizasen las restantes actividades (Bowman y Singh, 1993; Markides, 1995; Prahalad y Hamel, 1990 y 1994; Williams, *et al.*, 1988). De este modo, aunque estos autores no se han referido propiamente al proceso de financiarización de las estrategias empresariales, sí han analizado cómo el auge de los mercados financieros afecta a la gestión empresarial.

En la segunda mitad de los años noventa y en la década de 2000 se desarrollarán trabajos similares en Francia (Batsch, 2002 y 2004; Palard, 2007; Sentis, 1998b y 1999; Coutinet y Sagot-Duvauroux, 2003; Kechidi, 2004; Albouy, 2000). Así, estos autores analizan cómo la liberalización y expansión de los mercados de capitales en Francia ha impulsado la financiarización de las estrategias de las grandes empresas, haciendo que dichas estrategias se subordinen a las prioridades de los mercados. Según estos autores, las estrategias empresariales se han orientado a garantizar la maximización del valor accionarial de la firma, modificándose para ello las pautas de crecimiento y definición del perímetro empresarial, en la línea ya apuntada por Prahalad y Hamel (1990) o por Markides (1995): refocalización de la cadena de valor, disminución del activo, externalización de las actividades periféricas, fusiones y adquisiciones, etc.

En general, cuando la literatura empresarial y financiera analiza el impacto de los mercados de capitales sobre la dinámica salarial de las empresas, se limita a estudiar los problemas de agencia entre accionistas y directivos, así como las prácticas seguidas para atenuar estas divergencias (*stock options*, participación en beneficios, etc.). Son escasos los estudios que intentan abordar los vínculos entre la expansión de los mercados financieros y las políticas de gestión de la fuerza de trabajo, o el impacto que dicha expansión tiene sobre la evolución de la masa salarial.

Algunos trabajos, no obstante, sí que se han planteado esta relación, si bien suelen hacerlo tomando las reestructuraciones empresariales como “variable intermedia” de dicho vínculo. Estos trabajos (Abowd, 1990; Andersson *et al*., 2008; Atanasov y Kim, 2009; Bertrand y Mullainathan, 2003; Cappelli *et al*., 1997; Cappelli, 1999; Conyon *et al*., 2001; d’Arcimoles, 1995 y 1997; d’Arcimoles y Fakhfakh, 1997; Montagne y Sauviat, 2001a y 2001b; Sentis, 1998a y 2001) constituyen precisamente la segunda de las aportaciones de la literatura empresarial y financiera a las que anteriormente aludíamos. En general, estos autores consideran que las exigencias de maximización accionarial de los mercados financieros, y las consiguientes reestructuraciones empresariales, se han traducido en mayores requerimientos de flexibilización de las relaciones laborales y en una erosión de las instituciones tradicionales del mercado de trabajo (empleo indefinido, negociación colectiva, mercados internos de trabajo, crecimiento salarial estable, etc.). Estos economistas han analizado además cómo las estrategias de reestructuración del perímetro empresarial se han traducido no sólo en ajustes de plantilla, sino también en procesos de transferencia de rentas y de erosión de los marcos laborales donde tradicionalmente se ha desarrollado la negociación colectiva.

Los autores presentados en este apartado abordan su objeto de estudio desde perspectivas teóricas y analíticas muy distantes de las nuestras. La fundamentación de sus propuestas interpretativas adolece, desde nuestro punto de vista, de enormes carencias a la hora de explicar el proceso general de acumulación en la economía francesa, el desarrollo del fenómeno de la financiarización como parte de dicho proceso de acumulación y la inserción de los grandes grupos empresariales en esta dinámica. No obstante, a pesar de estas diferencias con nuestra propuesta analítica –diferencias en el objeto de estudio

abordado, en las categorías utilizadas y en el enfoque desplegado–, la aproximación que hace esta literatura a los vínculos entre los mercados financieros, las estrategias empresariales y la dinámica salarial resultará de mucha utilidad para nuestra investigación.

1.3- Objetivos e hipótesis de la investigación

La revisión, durante las primeras etapas de nuestro trabajo, de la bibliografía reseñada en el apartado anterior fue concretando y delimitando los objetivos de esta investigación, así como las propias hipótesis de trabajo. Así, la revisión de dicha bibliografía, y en particular de aquella directamente vinculada con el fenómeno de la financiarización, nos permitió identificar ámbitos descuidados por la literatura especializada y, con ello, objetivos e hipótesis de trabajo en torno a los cuales nuestra investigación podía realizar alguna aportación sustantiva y original. Damos cuenta a continuación de los objetivos generales de esta investigación, todos ellos referidos lógicamente a la economía francesa. Estos son:

1) Analizar el papel que juega el fenómeno de la financiarización en el proceso de acumulación, prestando especial atención a la reinversión del excedente generado por las sociedades no financieras.

2) Determinar el impacto del proceso de financiarización sobre las estrategias de reestructuración empresarial.

3) Contrastar la influencia que la financiarización de las estrategias de las sociedades no financieras ha tenido sobre la masa salarial.

4) Identificar las consecuencias que el proceso de financiarización de las estrategias empresariales ha tenido en términos distributivos, analizando los beneficios de dicho proceso para los distintos sujetos sociales y fracciones de clase que confluyen en el perímetro de la empresa.

A partir de la revisión de la literatura y de estos objetivos iniciales construimos nuestras hipótesis de trabajo, que trataremos de contrastar a lo largo de la investigación. De modo general, nos preguntamos hasta qué punto el proceso de financiarización de la economía francesa ha actuado como mecanismo de ajuste sobre la masa salarial, traduciéndose en una recomposición de las relaciones entre las distintas clases sociales. Este planteamiento inicial se puede concretar en las siguientes hipótesis formales:

Hipótesis 1: A partir de la revisión de la literatura centrada en el fenómeno de la financiarización hemos comprobado que existe un intenso debate con relación al impacto que dicho fenómeno tiene sobre la inversión productiva. Abordar y contrastar dicha cuestión para la realidad francesa constituye un buen punto de apoyo para acercarse a la realidad laboral y salarial del país. Podemos formular en este sentido la siguiente hipótesis:

"El proceso de financiarización experimentado por la economía francesa se ha traducido en una menor reinversión del beneficio en las sociedades no financieras. Esta menor reinversión del beneficio ha conllevado una ralentización en el crecimiento de la formación bruta de capital fijo de estas sociedades, dado que la disminución en la reinversión no ha sido compensada con financiación neta proveniente de los mercados financieros".

Hipótesis 2: El estudio de la literatura vinculada a la escuela de la Regulación, así como la revisión de los trabajos que desde la Economía de la Empresa han abordado esta cuestión, nos llevan a identificar un segundo eje de trabajo con relación a la modificación de las estrategias empresariales. Así, como consecuencia de la liberalización y expansión de los mercados financieros franceses, no sólo pudieran haberse alterado las estrategias de reinversión del beneficio empresarial sino también el propio perímetro de la firma (es decir, el conjunto de actividades que se desarrollan en su seno y las líneas de negocio que la componen). Cabría entonces sostener que:

"El proceso de financiarización experimentado por la economía francesa se ha traducido en una fuerte presión por parte de los mercados financieros hacia las sociedades no financieras para que éstas reestructuren su perímetro empresarial"

Hipótesis 3: Las transformaciones de las estrategias empresariales presentadas en las dos hipótesis anteriores tienen un carácter funcional en nuestra investigación: son el instrumento que nos debería permitir identificar si el proceso de financiarización de la economía francesa ha impactado, en el terreno de la actividad empresarial, sobre la masa salarial. Esta tercera hipótesis, que junto con la siguiente constituyen el nudo central de nuestra investigación, puede ser formulada del siguiente modo:

"La financiarización de las estrategias empresariales –con sus consecuencias en términos de ralentización de la formación bruta de capital fijo y de reestructuración del perímetro empresarial– ha contribuido al deterioro de la capacidad de negociación de los asalariados, lo que ha colaborado a su vez a la ralentización del crecimiento de la masa salarial".

Obsérvese que no pretendemos explicar los cambios en el crecimiento salarial ni en la capacidad de negociación de los asalariados a partir exclusivamente de la financiarización de las estrategias empresariales. Pensamos que el proceso de financiarización puede influir –junto con otros factores que escapan al alcance de esta investigación– en las transformaciones salariales descritas, aunque no explicarlas íntegramente.

Hipótesis 4: Además, pensamos que el vínculo que presenta la financiarización de las estrategias empresariales con la masa salarial no se limita únicamente a la mediación que ejercen la inversión y la modificación del perímetro empresarial. En la medida en que la financiarización de las estrategias empresariales es un fenómeno que responde a los intentos de garantizar la rentabilidad, consideramos que dicho fenómeno puede haber impactado directamente sobre la masa salarial, comprimiéndola para asegurar la recuperación de la ganancia. Sería posible argumentar en este sentido que:

"La financiarización de las estrategias empresariales ha actuado como mecanismo de ajuste sobre la masa salarial, impulsando una recuperación de la rentabilidad que se ha apoyado en una notable congelación de los salarios".

Hipótesis 5: Por último, otro de los objetivos que tiene nuestra investigación es el de identificar el impacto general que el proceso de financiarización ha tenido en términos distributivos. En concreto, cabe pensar que este proceso debiera haberse traducido en un

reforzamiento de los intereses, objetivos y ganancias de aquella fracción social cuyos ingresos están directamente vinculados a los mercados financieros y bursátiles. Este reforzamiento contrastaría, en caso de que se cumplan las hipótesis anteriores, con la ralentización del proceso de acumulación y la contención del crecimiento salarial, lo que se traduciría en una profunda recomposición de las relaciones económicas y sociales en el marco de las empresas francesas. Podríamos enunciar esta última hipótesis del siguiente modo:

> *"El proceso de financiarización experimentado por la economía francesa y la transformación de las estrategias empresariales asociada a dicho proceso han conllevado una intensa transferencia de rentas hacia el capital financiero, así como un reforzamiento de la capacidad de dicha fracción de clase para dirigir el proceso de acumulación en beneficio propio".*

1.4- Estructura y metodología de la investigación

El desarrollo de nuestra investigación se ha centrado en la contrastación de las hipótesis planteadas anteriormente. Para ello, abordamos nuestro trabajo en tres grandes bloques. En la primera parte de la Tesis afrontamos la fundamentación teórica (en el presente capítulo 1) y la contextualización histórica de nuestro objeto de estudio (capítulos 2 y 3). En los capítulos 2 y 3 abordamos los importantes cambios acontecidos en los mercados financieros nacionales e internacionales durante las últimas décadas, cuya caracterización debiera permitirnos una correcta comprensión de la transformación de las estrategias empresariales.

En la segunda parte de la Tesis (capítulos 4, 5 y 6) analizamos el proceso de financiarización de las estrategias de las grandes empresas francesas. ¿Cómo se han modificado estas estrategias como consecuencia de las transformaciones en los mercados financieros nacionales e internacionales estudiadas en la primera parte de la Tesis? Analizaremos la financiarización de las estrategias empresariales en dos planos distintos: por un lado, la gestión del excedente empresarial y su utilización (capítulo 4); y, por otro, los cambios acontecidos en las estrategias de reestructuración y definición del perímetro empresarial (capítulo 5). En el capítulo 6 abordaremos un estudio microeconométrico con datos de panel para ilustrar los principales argumentos de esta segunda parte de la Tesis.

Finalmente, en la tercera parte de la Tesis contrastaremos nuestra hipótesis central. Revisaremos los efectos que la financiarización de las estrategias empresariales ha tenido sobre la masa salarial en las empresas francesas (capítulos 7 y 8). Cerrará nuestra investigación un último capítulo de conclusiones (capítulo 9), donde evaluaremos las respuestas alcanzadas frente a las hipótesis inicialmente formuladas. La figura 1 esquematiza la estructura de conjunto de nuestra investigación.

El análisis realizado en el capítulo 2 constata cómo a partir de comienzos de la década de 1980 se producen importantes transformaciones en el seno de la economía mundial, particularmente en el ámbito financiero. En este capítulo se presentan las medidas de ajuste que se aplican en los países de la OCDE como respuesta a la crisis de la década de los años setenta, que terminarán configurando un nuevo contexto internacional caracterizado por la desreglamentación y la liberalización. A partir de estas medidas de ajuste asistimos al resurgimiento del capital financiero a escala mundial, así como al auge y expansión de los mercados de capitales, de los inversores financieros y, en definitiva, del proceso de financiarización.

Figura 1.1: Estructura de la Tesis

En el capítulo 3 analizamos cómo el proceso descrito en el capítulo 2 se ha concretado en la economía francesa, prestando especial atención a la inserción financiera externa de dicha economía. Así, estudiamos cómo las contrarreformas neoliberales que tienen lugar en el país a partir de mediados de la década de 1980 redefinen la geografía tradicional del capital de las empresas galas, permitiendo la entrada del capital extranjero y de los inversores financieros internacionales. El impacto que esta nueva estructura de capital tendrá sobre la gestión de las grandes sociedades francesas va a resultar a la postre determinante para comprender la financiarización de las estrategias empresariales.

El capítulo 4 es el primer capítulo de la segunda parte de la Tesis, como antes se mencionó. En dicho capítulo se aborda el impacto que las transformaciones descritas en los capítulos 2 y 3 han tenido sobre las estrategias de reinversión y utilización del beneficio empresarial, y también sobre otras dimensiones de la empresa, como el endeudamiento o la financiación externa. Comprobamos, a partir de los flujos agregados por sector institucional proporcionados por la contabilidad nacional francesa, cómo el proceso de financiarización de las sociedades no financieras se ha traducido en una progresiva ralentización de la formación bruta de capital fijo de dichas sociedades. Además, en este capítulo analizamos

los motivos que explican la desconexión entre la acumulación de capital y la rentabilidad empresarial.

En el capítulo 5 abordamos la segunda de las dimensiones relativas a la financiarización de las estrategias empresariales. La presión que los mercados financieros liberalizados y los inversores institucionales ejercen sobre las sociedades, ha llevado a que éstas desarrollen desde mediados de los años noventa todo un abanico de operaciones de reestructuración empresarial encaminadas a delimitar un nuevo perímetro empresarial (estrategias de desinversión y refocalización, externalización de fases de la cadena productiva, fusiones y adquisiciones, etc.). Estas estrategias van a tener un doble impacto desde el punto de vista de nuestro objeto de estudio: por un lado, explican, junto a las estrategias analizadas en el capítulo 4, un nuevo perfil de crecimiento empresarial distinto al que durante las décadas de 1950 y 1960 protagonizaron las sociedades galas; en segundo lugar, estas reestructuraciones van a tener un impacto directo sobre la fuerza de trabajo, como se contrastará en los últimos capítulos de nuestra investigación.

El último capítulo de la segunda parte, el capítulo 6, constituye una aportación relativamente novedosa en los estudios sobre financiarización: la elaboración de un análisis microeconométrico con datos de panel a nivel empresarial que evalúa hasta qué punto la financiarización de las estrategias empresariales revisadas en los capítulos 4 y 5 ha impactado o no sobre la dinámica inversora de las empresas francesas. Son muy pocos los trabajos que en la literatura especializada han adoptado esta metodología para abordar las consecuencias del proceso de financiarización sobre la dinámica inversora de las empresas (Orhangazi, 2008; Demir, 2009), y ninguno de ellos lo ha hecho para las economías europeas.

En la tercera parte de la investigación contrastamos finalmente nuestra hipótesis principal: ¿cuáles han sido los efectos de la financiarización de las estrategias empresariales sobre la masa salarial? Para responder a esta pregunta procedemos de forma similar a como hemos hecho en la segunda parte de nuestra investigación. En un primer capítulo (el capítulo 7) planteamos los principales argumentos que permiten identificar los vínculos entre el proceso de financiarización de las estrategias empresariales y la evolución de la masa salarial, apoyando dicha argumentación con datos de los distintos sectores institucionales proporcionados por la contabilidad nacional francesa.

En segundo lugar, en el capítulo 8, desarrollamos un estudio microeconométrico análogo al del capítulo 6. En esta ocasión evaluamos hasta qué punto la financiarización de las estrategias empresariales ha impactado en el salario. Si el ejercicio de contrastación desarrollado en el capítulo 6 a partir de un modelo microeconométrico de datos de panel resultaba relativamente novedoso en el marco de la literatura sobre financiarización, aún lo es más el elaborado en el capítulo 8: no conocemos ningún otro trabajo que identifique un objeto de estudio similar (impacto del proceso de financiarización sobre la masa salarial) y que utilice una metodología como la aquí empleada para abordarlo (modelo de datos de panel a nivel empresarial).

Como ya se ha comentado, cerrará la investigación el capítulo 9 de conclusiones, en el que evaluaremos el grado de contrastación de nuestras hipótesis y las implicaciones que de ello se derivan.

1.5- Aclaraciones previas a la investigación

Antes de comenzar con nuestra investigación consideramos oportuno realizar cuatro matizaciones. En primer lugar, debemos señalar que, en un intento por concretar y precisar nuestro objeto de estudio así como el tipo de fenómenos y relaciones que se van a abordar

a lo largo de la investigación, se han dejado fuera elementos analíticos que sin duda son importantes para abordar el fenómeno de la financiarización. Es el caso, por ejemplo, del papel que juega el Estado y la política económica o, especialmente, el análisis de las principales variables macroeconómicas, su interrelación y su evolución dinámica. Nuestro estudio se circunscribe fundamentalmente al ámbito de las sociedades no financieras y en ese nivel pretendemos mantener el análisis a lo largo de la investigación. Se deja de lado igualmente en el análisis de la dinámica salarial el estudio del salario indirecto (sanidad pública, educación gratuita, etc.) y del salario diferido (seguridad social, pensiones). Consideramos, no obstante, más relevante y explicativo para la presente investigación focalizar nuestra atención en el papel jugado por las empresas, dada la centralidad del vínculo que éstas presentan entre el mercado financiero y el salario. De este modo, no pretendemos en ningún caso abarcar ni agotar la explicación de las relaciones existentes entre el proceso de financiarización y la dinámica salarial, cuya determinación responde igualmente a otros elementos y factores aquí no recogidos.

En segundo lugar, nos parece necesario resaltar el estatuto epistemológico de este trabajo. Esta investigación no pretende ser una caracterización teórica general que explique los vínculos causales entre el proceso de financiarización y la evolución de la masa salarial. Bien al contrario, se presenta con vocación de construir lo que Antonio Ramos (Ramos, 2003) denomina –para el campo de la Economía Aplicada– un *relato razonado con prueba empírica*: una explicación de un hecho o fenómeno económico a partir de otros que le preceden en el tiempo, que se construye y argumenta con ayuda de teorías económicas, y que se contrasta empíricamente con ayuda de la estadística disponible. Para ello, a lo largo de la presente investigación no sólo tratamos de delimitar –como ya se ha hecho– lo más claramente posible nuestro objeto de estudio, sino que también se explicitan las teorías y conceptos usados, se intenta estilizar y hacer visible la lógica de la argumentación, y se trata de apoyar empíricamente los argumentos desplegados, todo ello con la intención de construir un *conjunto causal suficiente* que dé cuenta del fenómeno investigado. No obstante, y como plantea Ramos, no debe olvidarse que la mayor parte del poder explicativo de una investigación de este tipo radica en los factores histórico-concretos, lo que se traduce en varios tipos de limitaciones en nuestro análisis:

- La posibilidad de extrapolar las principales líneas argumentales aquí planteadas a otras realidades económicas, por muy próximas que éstas puedan ser, quedarán siempre condicionadas por los factores histórico-concretos de dichas realidades. Esto no presupone que los fenómenos aquí descritos no se desarrollen igualmente en otras economías (como de hecho parece suceder); supone que el conocimiento de dichos fenómenos no puede ser extrapolado sin más de lo aquí expuesto.

- Una *explicación histórica* como modalidad de la Economía Aplicada se construye, por definición, sobre la base de líneas argumentales donde la causalidad de los procesos descritos es múltiple y además casi nunca unidireccional. En concreto, muchos de los procesos económicos que aquí abordamos “influyen pero no determinan” los fenómenos explicados, al tiempo que existen otros factores explicativos que no son considerados en nuestras líneas argumentales y que sin embargo tienen un indudable poder explicativo para entender algunos de los fenómenos estudiados. La razón para seleccionar unos u otros estriba en el propio objeto de estudio seleccionado y en la necesidad de acotar el análisis. En cualquier caso, el objetivo de la investigación es la construcción de un *conjunto causal*

suficiente que además sea *consistente* teóricamente.

- Por último, el grado de precisión en la causalidad pretende apoyarse sobre interrelaciones teóricas ya probadas por separado (de cara a garantizar la consistencia del conjunto argumental). En este sentido, se debe tener en cuenta el carácter no crucial ni demostrativo de la información estadística aportada, cuya principal razón de ser es la de ilustrar y apoyar la argumentación en sus diversas interrelaciones particulares.

Es importante resaltar en este sentido el papel que juegan en nuestra investigación los capítulos 6 y 8, capítulos en los cuales se desarrollan sendos análisis microeconométricos para testar varias de las hipótesis de la investigación. Tampoco en estos casos la información estadística y econométrica utilizada aspira a tener un carácter demostrativo, sino más bien ilustrativo. Estos capítulos se construyen a modo de instrumentos de apoyo para acompañar e ilustrar el relato argumentativo de nuestra *explicación histórica*. De este modo, son los capítulos econométricos los que quedan subordinados a la *explicación histórica* como modalidad particular de la Economía Aplicada, y a la capacidad de ésta de construir un conjunto causal suficiente y consistente teóricamente, y no a la inversa (la argumentación histórico-concreta sometida a la supuesta potencia demostrativa de la econometría).

En tercer lugar, queremos dejar constancia de algunas cuestiones relevantes con relación a la información estadística de la investigación. Resaltamos que la mayor parte de la información estadística incorporada en la investigación se presenta en forma gráfica, limitándonos a incluir cuadros únicamente en aquellos casos en los que su capacidad explicativa así lo justifique. El presente trabajo se completa además con la inclusión de un anexo estadístico, en donde se incorporan algunas tablas adicionales que entendemos necesarias para, o bien apoyar la argumentación del texto cuando su entidad no justifica su presencia en el cuerpo central del capítulo, o bien mostrar determinadas fases en el tratamiento de los datos que ayudan a la comprensión de la información gráfica finalmente exhibida. Nuestra intención a la hora de incluir este anexo no es otra que apoyar y completar de la forma más rigurosa posible las ilustraciones gráficas y estadísticas que se incluyen en los distintos capítulos, así como las diversas líneas argumentales de la investigación.

La inmensa mayor parte de la información estadística contenida en los gráficos, cuadros y tablas utilizadas proviene de fuentes primarias (indicándose en aquellos casos en que se ha tomado de una fuente secundaria), y su tratamiento es de elaboración propia. Así, no entendemos necesario señalar al pie de dichos gráficos y cuadros la propia autoría del tratamiento cuando éste se ha producido, dado que se sobreentiende. Cuando la elaboración propia a partir de los datos proporcionados por la fuente primaria tiene cierto grado de complejidad, se especifican al pie del gráfico correspondiente los cálculos desarrollados y las aclaraciones metodológicas necesarias para su reproducción. En nuestras indicaciones de las fuentes estadísticas únicamente hacemos referencia al organismo que elabora el dato y al nombre de la base de datos o publicación a la cual dicho dato pertenece. Dado que la totalidad de las fuentes utilizadas están disponibles al público y son muy fácilmente localizables en Internet no indicamos ninguna referencia adicional. Los datos utilizados provenientes de fuentes estadísticas no gratuitas (como Amadeus, Orbis, source OECD o Fusions-Acquisitions Magazine) se han obtenido gracias a las suscripciones y los permisos facilitados por la Universidad Complutense de Madrid, la Université Paris VII-Denis Diderot y el IE-Instituto de Empresa de Madrid.

Por último, en cuarto lugar, aclaramos algunos puntos relativos a cuestiones formales y de edición. Hemos tratado de mantener un equilibrio entre la tarea de facilitar la lectura de la Tesis y la de permitir la búsqueda de las fuentes estadísticas y otras referencias. Por ello, y dado que el francés es fácilmente comprensible para las personas castellanoparlantes, hemos mantenido el idioma original en la inmensa mayoría de las fuentes y referencias utilizadas, así como en muchos de los términos, conceptos e instituciones que aparecen en nuestra investigación. Se han traducido no obstante todas las citas tomadas de textos en francés o inglés. Se sobreentiende por tanto que si la cita proviene de una obra en un idioma distinto del castellano la traducción es nuestra.

Además, en los capítulos 6 y 8 tampoco traducimos del inglés los resultados ni las estimaciones que ofrece el programa informático Stata[11]. Reflejamos por tanto las salidas tal cual las ofrece dicho software, con la intención de que el lector disponga de los resultados originales, sin ningún tipo de manipulación, de los análisis realizados.

Hemos tratado además de restringir al máximo el uso innecesario de siglas en la investigación. Damos cuenta de las que utilizamos en el índice de siglas, donde incluimos sólo aquellas que se utilizan frecuentemente a lo largo de la investigación. Omitimos las que son fácilmente reconocibles incluso fuera del ámbito de la economía (PIB, EEUU, UE…).

RESUMEN

En este primer capítulo hemos ubicado y contextualizado los principales referentes teóricos de nuestra investigación, no tanto –como ya se ha dicho– con el propósito de revisar de forma exhaustiva aquello que los distintos enfoques han aportado sobre el objeto de estudio que aquí presentamos, cuanto con la idea de situar, de forma funcional, los principales puntos de apoyo de nuestra investigación así como las principales controversias y carencias de la literatura, para poder contribuir con ello a su clarificación.

Por tanto, este primer capítulo de la investigación no debería entenderse únicamente como la base que establece los referentes teóricos de los que se dota el trabajo. Permite también enmarcar nuestra investigación en el seno de un debate preexistente que, en un trabajo académico, no puede ni debe ser obviado.

En el siguiente capítulo situamos el contexto histórico de nuestra investigación. La conjunción de los referentes teóricos revisados junto con la caracterización del contexto histórico del periodo abordado delimitará el marco analítico de la Tesis. El marco analítico de la investigación, por tanto, se construye a partir de la interrelación de elementos teóricos e históricos.

[11] Para realizar los análisis econométricos utilizaremos el software Stata 9.2

Capítulo 2 El contexto internacional surgido en la década de 1980: liberalización, financiarización y gobierno corporativo de la empresa

2.1- Origen del nuevo contexto financiero internacional: crisis y ajuste de la economía mundial

2.1.1- Crisis de la economía mundial

2.1.2- Medidas de ajuste frente a la crisis: liberalización y resurgimiento del capital financiero

2.2- Características del nuevo contexto internacional: la financiarización de la economía mundial

2.3- Impacto del nuevo contexto internacional sobre la dinámica empresarial: los inversores institucionales y el gobierno corporativo de la empresa.

2.3.1- Importancia de los inversores institucionales

2.3.2- Los inversores institucionales y la nueva gestión empresarial: el gobierno corporativo

Dedicamos este segundo capítulo a analizar el proceso de financiarización experimentado por la economía mundial desde finales de la década de 1970. El contexto al que dicho proceso da lugar va a presentar una serie de características determinantes para entender la dinámica de funcionamiento de las empresas francesas y, con ello, la propia dinámica salarial.

Entre los motores generadores del proceso de financiarización de la economía mundial encontramos uno de importancia mayúscula: la crisis que registró la economía mundial durante la década de 1970. Dedicamos el primer apartado de este capítulo a analizar cómo la salida de esta crisis sentó las bases para el resurgimiento del capital financiero a escala mundial. En segundo lugar, caracterizamos el nuevo contexto internacional surgido de dicho proceso: la financiarización de la economía mundial. Por último, en tercer lugar, atendemos al impacto que este nuevo contexto económico internacional tiene sobre la dinámica empresarial.

2.1- Origen del nuevo contexto financiero internacional: crisis y ajuste de la economía mundial

Ya desde finales de los años sesenta del siglo XX comenzaron a aparecer a escala internacional signos de agotamiento de la onda de acumulación iniciada a finales de la II Guerra Mundial. El fuerte proceso de acumulación que se vivió en los países desarrollados durante este periodo[12], reposaba sobre seis pilares (Plihon, 2004; Colletis, 2004; Palazuelos y Alburquerque, 1990):

- Renovación de las bases tecnológicas y energéticas de la esfera productiva, que hace posible una producción a gran escala crecientemente automatizada y un fuerte incremento de la productividad.
- Relación salarial organizada en torno al reparto de las ganancias de productividad entre capital y trabajo. Este reparto de la productividad, fruto de una correlación de fuerzas favorable al trabajo al finalizar la II Guerra Mundial, se instituye en torno a los procesos de negociación colectiva entre patronal y sindicatos a nivel sectorial y nacional, y permite un fuerte crecimiento de los salarios y del empleo durante las décadas de 1950 y 1960.
- Intenso crecimiento de la demanda agregada gracias a la continua reinversión del beneficio empresarial y a un patrón de distribución del excedente que impulsa el consumo de masas.
- Políticas económicas keynesianas, tanto monetarias como fiscales, cuyo objetivo es acompañar la progresión regular de la demanda agregada.
- Intervención y regulación estatal de la economía garantizando un sistema de protección social (estatuto de los trabajadores, empleo estable, seguridad social, sistemas de salud y pensiones, seguros de desempleo y enfermedad, etc.) basados en criterios de solidaridad y reparto. Cristalizan con ello las importantes conquistas logradas por los asalariados al finalizar el periodo de posguerra, extirpándosele a la lógica de la rentabilidad privada importantes esferas de la actividad económica.
- Sistemas financieros estrictamente regulados y administrados, que facilitan la financiación de la acumulación de capital mediante el endeudamiento bancario a

[12] La Escuela francesa de la Regulación acuñó el concepto de “régimen de crecimiento fordista” para caracterizar este periodo (Boyer, 2004). Mandel (1972) lo denominó el “capitalismo tardío”.

tipos de interés controlados por las autoridades monetarias[13]. Buena parte de los sistemas bancarios occidentales están no sólo intervenidos, sino también nacionalizados.

Estos pilares contribuyeron a crear, durante las décadas de 1950 y 1960, un contexto económico caracterizado por la progresión del crecimiento económico, el consumo, la inversión y el poder adquisitivo de los salarios.

2.1.1- Crisis de la economía mundial

El intenso proceso de acumulación vivido por la economía mundial durante las décadas de posguerra comenzará a desarticularse a finales de la década de 1960 (Palazuelos, 1990). Antes del primer "shock petrolero" de 1973, el estancamiento, la inflación y el desempleo ya se habían mostrado conjuntamente en los países desarrollados durante 1967-69. Un conjunto de problemas económicos se intensificaron a partir de ese momento: a la progresiva ralentización de los sectores industriales le acompañaba la del progreso técnico; el aumento de las tasas de inflación; el fuerte incremento del desempleo; los crecientes desequilibrios internacionales en las balanzas por cuenta corriente; las perturbaciones monetarias del Sistema Monetario Internacional; y las convulsiones de las principales plazas financieras internacionales. Así, esta crisis no se limitaba a un episodio pasajero, sino que constituía un fenómeno estructural y duradero (Vidal Villa y Martínez Peinado, 2000).

Tal y como señalan numerosos autores (Arrizabalo, 1997 y 2011; Duménil y Lévy, 2004; Mandel, 1999; Shaikh, 1990 y 2000)[14], es en la caída de la rentabilidad empresarial y en las consecuencias que ello tuvo sobre los ingresos del capital donde hay que buscar las razones fundamentales para explicar tanto la crisis como la orientación de las transformaciones que de ella se derivarán.

Gráfico 2.1: Tasa de beneficio, total economía, EEUU, UE-15 y Francia, 1960-2010 (%)

* La tasa de beneficio se define aquí como el cociente entre el excedente neto de explotación y el stock de capital neto.
Fuente: AMECO

[13] Es lo que posteriormente denominaremos "corsé keynesiano" de las finanzas.
[14] Para un análisis más detallado de este periodo puede consultarse también Marglin y Shor (1991), Setterfield (1997) y Cornwall (1977).

Joan Robinson señalaba en *The Accumulation of Capital* (1956) que, transcurrida una fase de madurez, el incremento de la tasa de acumulación no genera nuevos y paralelos aumentos de la tasa de beneficio, apareciendo por tanto el fenómeno de la sobreinversión empresarial y la consiguiente caída de la rentabilidad del capital. En términos marxistas, un incremento de la composición orgánica del capital no compensado por incrementos paralelos de la tasa de plusvalía, determina la reducción de la tasa de beneficio y el cortocircuito de la acumulación. Es precisamente esta dinámica de sobreinversión la que va a explicar –junto con el agotamiento de la onda tecnológica de posguerra, la modificación de los patrones de consumo en las economías desarrolladas y la crisis de los sistemas fordistas de organización del trabajo– el progresivo deterioro de la rentabilidad que tiene lugar a partir de 1970. En el gráfico 2.1 podemos apreciar la tendencia decreciente de la tasa de beneficio que se registra durante este periodo tanto en EEUU como en Europa, y también en la economía francesa.

Duménil y Lévy (2004), al analizar el papel jugado por la tasa de beneficio en el desencadenamiento de la crisis, descomponen dicha tasa en dos factores: el porcentaje de la renta nacional captado por los beneficios y la productividad del capital.

$$(\downarrow)\ \text{Tasa de beneficio} = \frac{(\downarrow)\ \text{Beneficio}}{(\uparrow)\ \text{Stock de capital fijo}} = \frac{(\downarrow)\ \text{Beneficio}}{\text{PIB}} * \frac{\text{PIB}}{(\uparrow)\ \text{Stock de capital fijo}}$$

(↓) Tasa de beneficio = (↓) Excedente bruto de explotación * (↓) Productividad del capital

Dichos autores evalúan empíricamente la evolución de estos dos factores en las economías desarrolladas, observando una reducción en ambos casos. No obstante, llegan a la conclusión de que el principal factor explicativo radica en la caída de la productividad del capital, es decir, en la decreciente eficiencia que tienen las nuevas inversiones acometidas por las empresas desde finales de los años sesenta, dado el contexto de creciente saturación de los mercados en los países desarrollados. Efectivamente, la ratio PIB/stock de capital fijo cae casi un 25% en Europa entre 1966 y 1980, y más de un 30% en EEUU durante esas fechas (Duménil y Lévy, 2004: 34).

Esta sobreinversión empresarial habría desencadenado la progresiva pérdida de eficiencia de las nuevas inversiones, encareciendo excesivamente el proceso de producción y precipitando en última instancia la caída de la rentabilidad y el cortocircuito de la acumulación de capital. Tal y como planteó Kalecki en 1939, “la tragedia de la inversión es que provoca la crisis precisamente porque es útil. Sin duda mucha gente considerará esta teoría como una paradoja, pero no es la teoría la que es paradójica, sino su objeto: la economía capitalista” (Kalecki, 1973:13).

Otros autores (Onaran 2005; Plihon, 2004; Palazuelos, 2011) hacen mayor hincapié en la pugna distributiva que atravesó las principales economías de la OCDE a finales de los años sesenta: el incremento en las demandas del trabajo durante este periodo, fruto de su organización y de las bajas tasas de desempleo existentes, desencadenó una disminución de los beneficios sobre la renta nacional, que también contribuyó a explicar el deterioro de la rentabilidad.

2.1.2- Medidas de ajuste frente a la crisis: liberalización y resurgimiento del capital financiero

La tendencia decreciente experimentada por la tasa de beneficio en la segunda mitad de los años sesenta consolida un nivel de bajos ingresos para capital durante la década de

1970 (Palazuelos, 2011; Shaikh, 1990): los beneficios empresariales eran bajos y su distribución a los accionistas se redujo, al tiempo que la inflación hacía menguar el valor de los préstamos y demás inversiones financieras, situando los tipos de interés reales en valores negativos. La erosión que ello supuso para los ingresos del capital durante los años setenta, junto con la incapacidad de las políticas keynesianas para revertir esta situación, terminó precipitando el giro neoliberal de los años ochenta.

Los poderes industriales y financieros presionaron a los diferentes gobiernos de la OCDE para propiciar un cambio en la política económica, así como una reestructuración a gran escala de la dinámica económica y de las instituciones (Arrizabalo, 1997; Onaran, 2005; Plihon, 2004). Será a partir de 1979-80, con la llamada "revolución conservadora" impulsada por el presidente norteamericano Ronald Reagan, la primera ministra británica Margaret Thatcher y el canciller alemán Helmut Kohl, cuando este giro neoliberal se haga efectivo. Tal y como señala Palazuelos (2011: 118):

> "Las propuestas electorales de Reagan, seguidas de las medidas aplicadas por su Administración a partir de 1981, formaban parte de un proyecto de largo alcance que establecía tres líneas de ruptura con la situación precedente, para acabar con: 1) los acuerdos estables entre empresas y sindicatos, 2) el compromiso del gobierno con el pleno empleo; y 3) los consensos internacionales que limitaban la movilidad de los capitales […]. Los propósitos de las fuerzas políticas y económicas que auspiciaban esas rupturas eran diáfanos: limitar la fuerza negociadora de los sindicatos, utilizar el desempleo como elemento disuasorio contra los salarios, eliminar las restricciones a la libre acción de las empresas, favorecer la expansión de los capitales, impedir que la inflación menoscabase el valor real de los activos, coartar la intervención del Estado y desembarazarse de política social instituida en los años sesenta. La liberalización de sectores estratégicos y, en primer plano, la desregulación del sector financiero, era uno de los principales empeños del nuevo proyecto. Ese objetivo aunaba los intereses de tres grupos económico-sociales: las corporaciones no financieras, los hogares de clase alta y medio-alta, y las empresas del sector financiero."

En 1979 Paul Volcker desencadenó lo que algunos autores han denominado el "golpe de los tipos de interés" (Duménil y Lévy, 2004), reduciendo drásticamente la oferta monetaria en un intento por frenar la inflación (lo que, a la postre, se traduciría en una fuerte subida de los tipos de interés). A partir de esa primera actuación, se irán desarrollando un conjunto de medidas que Huffschmid caracteriza como *contrarreformas neoliberale*s[15], cuya finalidad última era invertir la tendencia de la rentabilidad anteriormente descrita, así como garantizar los ingresos financieros, en un intento por superar las contradicciones en las que había encallado la economía mundial desde principios de los años setenta. Para ello, las políticas aplicadas son aquellas encaminadas a recomponer unas condiciones que permitan la valorización del capital, procediéndose a una generalizada privatización, desreglamentación, liberalización y apertura externa de las principales economías de los países desarrollados (Arrizabalo, 1997 y 2011; Huffschmid, 2002; Plihon, 2004).

Tal y como señalan Onaran (2005) o Boyer (1998), estas contrarreformas neoliberales –que se traducirán en última instancia en un ataque contra las conquistas históricas del trabajo– no responden a determinismo económico alguno (más allá de la necesidad material

[15] Nos serviremos en este trabajo de la denominación que Huffschmid (2002: 258) le da a lo que generalmente se conoce como "reformas estructurales" o como "políticas neoliberales". El sentido de caracterizarlo como "contrarreformas" radica en la necesidad de mostrar que la ofensiva del capital es precisamente contra aquellas reformas conquistadas por el trabajo al finalizar la II Guerra Mundial (pleno empleo, salarios crecientes, empleos estables, seguridad social, pensiones públicas, servicios sociales públicos, etc.).

de revertir la crisis), sino que fueron una opción de política económica tomada por los diferentes gobiernos de la OCDE debido a la desigual organización institucional y a la desigual capacidad de presión de capital y trabajo en ese contexto histórico.

La forma concreta que toma esta ofensiva del capital resulta de crucial importancia para nuestro objeto de estudio, en la medida en que va a determinar el surgimiento de un nuevo contexto financiero internacional. En efecto, del conjunto de medidas desarrolladas durante este periodo, hay una que va a ser clave para nuestra línea argumental: la liberalización y desreglamentación de los mercados financieros internacionales[16]. Partiendo de la clasificación que hace Chesnais (1999 y 2004), podemos identificar tres grandes olas desreguladoras a lo largo de las últimas décadas:

a) Durante el final de los años sesenta y la década de los setenta, se produjo ya una primera fase de liberalización financiera, que reforzó el proceso de "internacionalización financiera indirecta" de sistemas nacionales aún compartimentados. Durante este periodo se produce la desintegración y liquidación del sistema de Bretton-Woods (1971), y la consiguiente apuesta de la administración Nixon por un sistema internacional de cambios flexibles (1973) que garantizase la financiación de su creciente déficit comercial. Al auge de los mercados cambiarios le acompañará la evolución de EEUU y el Reino Unido hacia las finanzas de mercado, liberalizándose el mercado norteamericano de títulos de créditos (obligaciones negociables) y decretándose el fin de la reglamentación del crédito en el Reino Unido (1971). Durante este periodo se forma además el mercado de eurodólares, experimentando éste una rápida expansión durante la década de los setenta. Se produce además la expansión del reciclaje de los petrodólares y el desarrollo de los préstamos bancarios sindicados[17].

b) En una segunda ola liberalizadora, la correspondiente a los años ochenta, se produce el paso simultáneo de las distintas economías de la OCDE a las finanzas de mercado y a la interconexión de sus sistemas financieros nacionales. Es el inicio propiamente del periodo neoliberal, caracterizado por la liberalización tanto de los movimientos de capitales como de los tipos de interés. Durante este periodo el Estado interviene activamente a favor de las finanzas no sólo eliminando el "corsé keynesiano" y liberalizando estos movimientos, sino también colaborando intensamente en el desarrollo de nuevos mercados, como es el caso de los mercados internacionales de deuda pública[18]. Así, la década de los ochenta resulta clave en el proceso de resurgimiento y apuntalamiento del nuevo poder del capital financiero, en la medida en que se sucedieron numerosas medidas a favor de las

[16] Otra medida particularmente relevante para nuestro objeto de estudio y que acompaña a esta liberalización financiera es la desreglamentación del mercado de trabajo, que se fue produciendo en las economías de la OCDE con desigual intensidad a partir de estos años.

[17] La convergencia durante la década de 1970 de la primera fase de liberalización financiera con la desintegración del sistema de Bretton-Woods, el reciclaje de los petrodólares y el auge de los mercados cambiarios determinó el fortalecimiento económico, político e institucional de las fracciones de clase vinculadas al capital financiero, sometidas hasta ese momento al "corsé keynesiano". Este fortalecimiento será clave para entender el posterior despliegue de la orientación neoliberal y la profundización de los procesos de liberalización. Véase en este sentido Palazuelos (2011).

[18] Para una explicación más detallada de por qué el proceso de emisión y titularización de la deuda pública ha sido uno de los principales motores de la mundialización financiera, véase (Chesnais, 1999).

finanzas: a la fuerte subida de tipos de interés de 1979-80 (con la consiguiente transferencia de rentas hacia los propietarios de activos financieros), se le sumó la apertura de nuevos espacios de valorización (bien mediante la liberalización de mercados anteriormente regulados, como los de capitales, o bien mediante la creación y desarrollo de otros nuevos, como los de deuda pública). Durante esta década se va a consolidar en definitiva el paso de un régimen financiero de endeudamiento administrado a unas finanzas de mercado ampliamente liberalizadas.

c) Finalmente, la tercera ola liberalizadora se sitúa en la década de los noventa, con la desregulación internacional generalizada de los mercados de acciones. Durante esta década se produce además la explosión de los mercados cambiarios y de los productos derivados (futuros, opciones, *swaps*, etc.), la aceleración del crecimiento de los mercados de obligaciones y la extensión fuera de la zona OCDE de la liberalización financiera y la titularización de la deuda pública. La interconexión entre las diferentes economías nacionales se profundiza, la extensión del arbitraje se generaliza y se incorporan los denominados "mercados emergentes" a los destinos principales de los movimientos de capitales.

Este generalizado proceso de liberalización financiera acontecido en la economía mundial durante las décadas de 1970 y, sobre todo, 1980 y 1990, ha impulsado –junto con la necesidad de financiar los enormes déficit fiscales y de balanza de pagos norteamericanos– el desarrollo de los mercados financieros internacionales y el secular proceso de internacionalización y mundialización del capital financiero (Brenner, 2004; Chesnais, 2004). Así, liberalización, mundialización financiera y financiarización son tres procesos que han ido de la mano y se han reforzado mutuamente.

2.2- Características del nuevo contexto internacional: la financiarización de la economía mundial

Las medidas que los principales gobiernos de la OCDE impulsan para salir de la crisis de los años setenta se centran, como ya hemos dicho, en la aplicación del programa neoliberal. El desarrollo de las medidas de liberalización, desreglamentación, privatización y apertura externa de las economías tiene como consecuencia el surgimiento de un nuevo contexto financiero internacional y, con ello, el ascenso de la importancia del capital financiero dentro del funcionamiento económico.

Desde principios de la década de 1980 asistimos a una espectacular eclosión de los mercados financieros internacionales. Sin embargo, las transformaciones no sólo han sido cuantitativas, sino también cualitativas. El nuevo contexto financiero mundial ha quedado integrado por un conjunto de sistemas financieros nacionales totalmente interconectados y fuertemente jerarquizados entre sí (Cartapanis, 2004). Este nuevo contexto va a jugar un rol particularmente importante a la hora de determinar el comportamiento económico de las empresas, hogares y Estados, hasta el punto que son muchos los autores que caracterizan la situación del capitalismo contemporáneo mediante un adjetivo relativo a dicha explosión financiera.

Así, aunque con matices muy distintos en cada caso, el nuevo patrón de acumulación imperante en las economías desarrolladas desde la década de 1980 ha sido caracterizado como "capitalismo patrimonial" (Aglietta, 1998), "régimen de crecimiento dirigido por las finanzas" (Boyer, 2000; Stockhammer, 2007), "economía mundial financiarizada" (Epstein, 2005), "régimen de acumulación financiarizado" (Chesnais, 2003), "capitalismo accionarial"

(Plihon, 2004) o "capitalismo financiero" (Batsch, 2002a), término este último al que se sumará el propio Aglietta a partir de 2004 (Aglietta y Reberioux, 2004). En definitiva, todos estos trabajos evidencian, a pesar de sus distintos puntos de vista y sus diferentes marcos teóricos, el papel preponderante que las finanzas han pasado a jugar en la determinación del comportamiento de los agentes y de la evolución macroeconómica de las distintas economías.

Este nuevo contexto financiero surgido de las políticas liberalizadoras de las décadas de 1980 y 1990 presenta, entre otras, las siguientes características (Álvarez y Medialdea, 2010; Bustelo, 2007; Correa y Girón, 2004; De Boissieu, 2004; Martínez González-Tablas, 2007; Medialdea, 2009; Palazuelos, 1998; Vara y Palazuelos, 2010):

- Explosión de la liquidez de los mercados financieros: desde la década de 1980 los mercados financieros internacionales han experimentado un espectacular crecimiento, presentando cifras verdaderamente colosales. Si bien es cierto que la supresión del "corsé keynesiano" de las finanzas ha devuelto a éstas a una situación similar –al menos en el plano cualitativo– a la de comienzos del siglo XX (Bordo *et al*., 1999), la ingente magnitud que han alcanzado estos mercados no tiene precedentes. El gráfico 2.2 permite ver el crecimiento de los mercados financieros internacionales desde 1990 hasta 2010. Tal y como podemos observar en dicho gráfico, mientras que el PIB mundial a precios corrientes ha crecido a tasas anuales del 4-6% durante este periodo, el volumen de transacciones en los mercados internacionales de divisas ha crecido por encima del 10% anual, el crecimiento de las transacciones en los mercados internacionales de bonos se ha situado en el entorno del 15-20% anual, y las transacciones de acciones han conocido subperiodos (1995-1999 y 2005-2010) con crecimientos anuales superiores al 25%. Particularmente espectacular ha sido el crecimiento experimentado por las transacciones que se llevan a cabo en los mercados de derivaos OTC, que han experimentado durante estas últimas décadas tasas de crecimiento anual entre el 30% y el 50%.

Gráfico 2.2: Crecimiento del volumen de transacciones en los mercados internacionales de capitales, 1990-2010
(crecimiento anual acumulado, %)

Fuente: Bank for International Settlements, World Federation of Exchanges y World Bank (*World Development Indicators*).

- Transformación de los productos y mercados de la actividad financiera: la espectacular expansión de los mercados financieros internacionales se acompaña de una profunda reestructuración de los productos intercambiados, así como también de los propios mercados. Así, los mercados de capitales han alterado su composición y, simultáneamente, han complejizado los productos intercambiados.
  La deuda pública de los Estados ha seguido jugando un papel muy importante en los mercados internacionales, pero a dichas emisiones se les ha sumado la deuda privada emitida de forma autónoma por las grandes empresas. Además, tras la crisis de la deuda externa de los años ochenta, los grandes bancos occidentales han diseñado nuevas fórmulas crediticias para reducir su exposición al riesgo. Destacan particularmente la generalización de los créditos sindicados, la utilización masiva de *swaps* sobre los créditos otorgados y la titularización en forma de bonos de dichos créditos.
  El intercambio de acciones en los mercados financieros internacionales ha aumentado muy rápidamente (como se ha visto en el gráfico 2.2), por encima del incremento de títulos de deuda, si bien estos siguen teniendo una mayor presencia absoluta. Destaca también la fuerte expansión experimentada por los mercados de divisas y derivados, instrumentos tradicionalmente funcionales a la intermediación comercial y financiera que se han "independizado" de su función original al proporcionar rentabilidades superiores a las que se obtienen en los mercados bursátiles o de deuda. Los mercados de divisas y derivados, en un contexto de incertidumbre como el de las últimas décadas, se han convertido en mercados sumamente propicios para la especulación. Así, el grueso de las transacciones monetarias y de productos derivados no responde a la financiación de la actividad comercial, o a la cobertura de riesgos frente a posibles contingencias, sino al objetivo exclusivo de obtener un beneficio con dicha operación.

- La acumulación de activos financieros presenta un carácter ficticio: el crecimiento de la liquidez internacional a lo largo de las últimas décadas ha sido tal que los flujos de los mercados financieros desbordan el valor de las variables económicas fundamentales (expresión de la riqueza real producida), como el PIB, la inversión empresarial, el comercio internacional o el nivel de reservas mundiales.
  En el gráfico 2.3 podemos observar cómo el volumen de transacciones anuales en los mercados internacionales de acciones y de títulos de deuda supera ampliamente, ya desde finales de la década de 1990, el valor del PIB mundial. Así, la masiva emisión de títulos de deuda por parte de gobiernos, empresas e instituciones financieras ha sido una de las características principales de la década de 2000, al tiempo que el volumen de acciones negociadas en los mercados internacionales pasaba de representar el 25% del PIB mundial en 1990 a suponer el 180% de éste en 2007, en vísperas de la crisis económica (*World Development Indicators*, 2010).
  No obstante, en el gráfico 2.3 no se representan –no sería posible hacerlo por problemas de escala– los dos grandes titanes de los mercados financieros internacionales: los mercados de derivados y los mercados de divisas. Estos dos mercados son ejemplos paradigmáticos del colosalismo financiero y de la acumulación de capital ficticio a la que aludíamos anteriormente: si a finales de los años setenta el volumen de transacciones diarias en el mercado de divisas alcanzó un valor de 75.000 millones de dólares, en 1989 ya era de 600.000 millones de dólares y de 1,2 billones de dólares diarios en 1995. En el gráfico 2.4 podemos comprobar cómo en 2004 el mercado mundial de divisas negociaba

casi 2 billones de dólares diarios, y casi 4 billones de dólares en 2010. Así, en este último año el valor de las divisas negociadas en un solo día era 15 veces superior al valor diario del PIB mundial, 50 veces superior al del comercio mundial y multiplicaba por 700 los flujos diarios de inversión extranjera directa.

Gráfico 2.3: Volumen anual de transacciones en los mercados internacionales de acciones y deuda comparado con el PIB mundial, 1990-2010 (miles de millones de dólares)

*Nota: la fuerte caída experimentada por el volumen de transacciones en los mercados de acciones en los años 2009 y 2010 no sólo se explica por la crisis. A partir de 2009 la World Federation of Exchanges no recoge en sus estadísticas más que las transacciones electrónicas de acciones, excluyendo a partir de esa fecha los acuerdos negociados (por lo que la serie no es directamente comparable a partir de 2009).
Fuente: Bank for International Settlements, World Federation of Exchanges y World Bank (*World Development Indicators*).

La acumulación de activos financieros en la dinámica capitalista –tal y como señalaron Marx (1894) y Keynes (1936)– descansa sobre el carácter fuertemente ficticio de dichos activos, como se pone de manifiesto cuando los cambios de coyuntura económica hacen que sea imposible reconocer todos los derechos de cobro contraídos por los inversores financieros con la economía real. Así, estas décadas han estado caracterizadas por la formación de recurrentes burbujas financieras (accionariales, crediticias, de productos derivados, etc.), como la que a partir de 2008 ha sumido a la economía mundial en una durísima crisis económica.

Además, un fenómeno particularmente relevante de la economía mundial actual es que esta acumulación de activos financieros, como trataremos de argumentar a lo largo de los siguientes capítulos, no va a resultar "neutra" para el desarrollo de la actividad empresarial, sino que, a pesar del componente fuertemente ficticio que presenta, va a influir notablemente sobre la actividad real. De este modo, esta influencia determinante de la esfera de las finanzas sobre la esfera productiva –característica de la economía mundial actual– es la que permite acuñar el propio concepto de financiarización (entendido éste como primacía de la "lógica financiera" en la dinámica de funcionamiento macroeconómico y en las prioridades de los agentes).

Gráfico 2.4: Volumen de transacciones en los mercados internacionales de divisas y derivados comparado con las principales variables reales, 2004 y 2010
(transacciones diarias, miles de millones de dólares)

Fuente: Bank for International Settlements, World Federation of Exchanges y World Bank (*World Development Indicators*).

- Apertura financiera de las distintas economías nacionales: la apertura financiera de las distintas economías nacionales ha permitido –a través de las distintas fases de liberalización financiera vistas anteriormente– la desconexión entre ahorro e inversión nacional y ha favorecido los movimientos transfronterizos. Se ha conformado con ello un mercado financiero mundial en el que los procesos de transacción y valorización del capital se llevan a cabo a escala global, en el marco de sistemas financieros nacionales interconectados, jerarquizados y altamente competitivos. Esta apertura ha favorecido el propio crecimiento de la liquidez internacional, de modo que ingentes masas de capitales se desplazan por este mercado financiero mundial en plazos de tiempo muy reducidos buscando diversos equilibrios de rentabilidad-riesgo.

- Transformación de los sistemas bancarios nacionales: los sistemas bancarios han sufrido profundas transformaciones en los diversos países de la OCDE a lo largo de las últimas décadas. De forma paralela a la desreglamentación de las regulaciones existentes se ha producido la privatización de los sectores bancarios de los países de la OCDE. Además, se ha dado un importante proceso de desintermediación financiera, según el cual la banca tradicional ha perdido peso y cuota de mercado en beneficio de nuevos agentes financieros (como los inversores institucionales)[19]. Es decir, los bancos ya no son los

[19] Debe decirse en este sentido que el proceso de desintermediación de la actividad financiera no debe interpretarse necesariamente como una pérdida de poder de la banca frente a los nuevos agentes financieros. Buena parte de estos nuevos agentes están promovidos o controlados por los bancos, que actúan a modo de

únicos destinatarios del ahorro.
Ante esta pérdida del ahorro captado la actividad bancaria se ha modificado, produciéndose un cambio desde la centralidad de los depósitos bancarios hacia otras formas de negocio: se han incrementado notablemente los activos monetarios y financieros con remuneración, se ha expandido la titularización del crédito y se han generalizado las operaciones fuera de balance. Ello ha modificado la estructura de ingresos de los bancos, haciéndola pivotar desde los márgenes hacia las comisiones.
Se ha producido igualmente una tendencia a la eliminación de las fronteras que tradicionalmente habían separado a la banca de depósito y a la banca de inversión, fortaleciéndose la actividad en los mercados de dinero y capitales y debilitándose el crédito bancario. Por último, destaca la creciente debilidad de los sistemas de regulación y supervisión financiera, fruto de los rápidos procesos de apertura externa y desregulación de los diferentes mercados nacionales e internacionales.

- Aparición de nuevos agentes financieros: paralelo al proceso de desintermediación, tal y como se acaba de comentar, se ha producido el surgimiento de un nuevo tipo de agentes financieros a escala mundial: los inversores institucionales. Esta característica del nuevo contexto financiero que emerge en la década de 1980 va a resultar fundamental para nuestro objeto de estudio. Merece por tanto que le prestemos especial atención, por lo que consagramos el siguiente apartado a dicho análisis.

- Imperfecciones de los mercados financieros: a lo largo de las últimas décadas se han puesto recurrentemente de manifiesto crecientes imperfecciones de los mercados financieros, debidas fundamentalmente a asimetrías en la información. Estas asimetrías en la información entre acreedores y deudores contribuyen a explicar la existencia de problemas de contagio, comportamientos de rebaño entre los inversores financieros, equilibrios múltiples así como una serie de fenómenos que socavan la estabilidad de los mercados financieros internacionales (selección adversa, riesgo moral, existencia de usuarios gratuitos...) (Mishkin, 2001; Olivié, 2001). Estas asimetrías no explican por sí mismas los fenómenos de inestabilidad financiera, como algunos autores han pretendido (Mishkin, 2001), dado que dichos fenómenos obedecen fundamentalmente a la acumulación de capital ficticio, al sobreendeudamiento y a la consiguiente fragilidad financiera inherentes a la lógica de la acumulación capitalista. Sin embargo, estas asimetrías sí complementan la explicación de los ciclos de abundancia y escasez de financiación internacional y, con ello, el por qué y el cuándo de un *shock* inicial (por ejemplo, una retirada de capitales) que determina que una situación de inestabilidad financiera estructural desate finalmente o no una crisis.

Este conjunto de características determina una nueva configuración de los mercados financieros internacionales. Estos mercados expanden enormemente su actividad, incrementan su liquidez, abarcan e interconectan al conjunto de la economía mundial y determinan las nuevas pautas de valoración del capital. Asistimos por tanto con este proceso a la restauración de la hegemonía del capital financiero:

> "La actividad financiera no sólo se expande vertiginosamente, sino que también altera su

---

"creadores de mercado" (*market makers*) para los primeros y les proporcionan además financiación para que desarrollen su actividad.

composición en términos de mercados, productos y agentes protagonistas. Estos cambios tienen la profundidad suficiente como para afectar a la lógica que rige el funcionamiento económico. En rigor, no podemos caracterizar la lógica financiarizada como novedosa, pues más bien se trata de que algunos rasgos inherentes a la lógica del capital se agudizan de forma extrema. La pulsión constante por mejorar unos niveles de rentabilidad financiera que superan ampliamente los obtenidos en la actividad productiva, la creciente liquidez de las colocaciones y de los niveles de riesgo asumidos por los agentes, la agudización de la inestabilidad que caracteriza a los mercados financieros y la expansión compulsiva de la lógica financiarizada, definen la naturaleza predominante de los flujos financieros internacionales. La tendencia expansiva del capital financiero, exacerbada en este nuevo contexto, pugna por trascender el ámbito estricto de lo financiero y someter a su lógica al conjunto del funcionamiento económico." (Medialdea, 2009: 117)

De este modo, la financiarización de la economía mundial es el resultado de la agudización extrema –fruto de la aplicación del programa neoliberal– de los rasgos que caracterizan la valorización del capital financiero. El concepto de financiarización es utilizado por tanto para referirse, como ya se mencionó en al capítulo 1, al creciente dominio que los mercados, los inversores y la lógica financiera ejercen sobre el conjunto de la dinámica económica desde finales de la década de 1970.

La esfera financiera –gracias a la eliminación del "corsé keynesiando"– se ha caracterizado durante las últimas décadas por su capacidad para proporcionar rentabilidades superiores a las de la esfera productiva (Álvarez y Buendía, 2009), por una pulsión creciente para reducir los plazos de valorización del capital y la realización de los beneficios, por una asunción de riesgos cada vez mayores y por una continua inestabilidad.

Este comportamiento se ha retroalimentado además a sí mismo: los diferenciales de rentabilidad han incrementado la liquidez de los mercados financieros, al igual que las mayores oportunidades de especulación fruto de la inestabilidad financiera, repercutiendo todo ello en una profundización del riesgo asumido y en un incremento de la fragilidad sistémica.

Todo ello ha derivado en un "ensimismamiento" financiero –consustancial al ciclo de valorización D-D'– y en la acumulación periódica de grandes burbujas de capital ficticio. Cuando los inversores constatan que la valorización de sus activos financieros no se corresponde con los fundamentos de la economía, y que los compromisos futuros de pago asociados a dichos valores no podrán ser los esperados, sobrevienen las crisis financieras (crisis de los "bonos basura" en 1989, crisis del sudeste asiático en 1996, crisis cambiarias de Brasil y Rusia en 1998, crisis bursátil de los valores "punto.com" en 2001, crisis de las hipotecas *subprime* en 2008, crisis de las deudas soberanas europeas a partir de 2011, etc.).

Sin embargo, esta vocación expansiva y este predominio del capital financiero afectan no sólo a la esfera financiera, sino al conjunto de agentes económicos (hogares, empresas y administraciones públicas) y a las distintas variables macroeconómicas (consumo, inversión, ahorro, gasto público, etc.). Son numerosos los estudios que han tratado de identificar las principales características macroeconómicas de esta nueva lógica de funcionamiento (Aglietta 2001a; Epstein, 2005; Stockhammer, 2004 y 2007; Palazuelos, 2011; Palley 2007 y 2009; Martínez-González Tablas, 2007; Medialdea, 2009). Estos trabajos se han preguntado por el impacto del proceso de financiarización sobre el consumo privado (a través de la patrimonialización financiera del ahorro de los hogares), sobre la inversión empresarial (como consecuencia del cambio en las estrategias empresariales) o sobre la política económica de los Estados (sometida a las exigencias de los mercados financieros

internacionales).

No nos detenemos aquí a analizar cómo el proceso de financiarización afecta al conjunto de la dinámica macroeconómica, dado que esa cuestión excede el objeto de la presente investigación. Nos centramos exclusivamente en el impacto que el resurgimiento del capital financiero tiene sobre las decisiones empresariales. Destacan tres vías de impacto.

En primer lugar, la política económica de los Estados se subordina a garantizar los rendimientos financieros en los mercados internacionales de capitales, siendo muy exiguo el margen para la aplicación de políticas autónomas. En concreto, el contexto financiero internacional vigente en estas últimas décadas se apoya en una orientación de la política monetaria centrada en ofrecer garantías a los acreedores mediante niveles de inflación estables y reducidos, y tipos de interés reales elevados (particularmente durante los años ochenta)[20].

En segundo lugar, la naturaleza de la financiación externa captada por las empresas –créditos, obligaciones y acciones– pasa a ser altamente líquida y condicionada a la obtención de rendimientos a corto plazo. Esta naturaleza líquida contribuye a un mayor grado de volatilidad de la financiación captada por las empresas, que se hace particularmente patente en el elevado grado de rotación que tienen los títulos de éstas en los mercados secundarios. Cómo veremos, la gran liquidez de estos mercados permite que las posiciones de los inversores puedan deshacerse con gran rapidez.

Finalmente, una de las consecuencias más importantes –central para el caso de nuestra investigación– que el contexto financiero descrito ha tenido sobre el funcionamiento empresarial, es el surgimiento de un nuevo modelo de gestión que ha modificado profundamente las estrategias de las sociedades y sus estructuras productivas. Al análisis de este punto dedicamos el siguiente apartado.

2.3- Impacto del nuevo contexto internacional sobre la dinámica empresarial: los inversores institucionales y el gobierno corporativo de la empresa

2.3.1- Importancia de los inversores institucionales

Una característica del contexto financiero internacional descrito en el apartado anterior, fundamental para nuestro objeto de estudio y que merece por tanto la pena analizar detenidamente, es el surgimiento de los inversores institucionales. Los activos de estos agentes son de titularidad colectiva y sus operaciones están dirigidas por gestores profesionales. Estos inversores están formados fundamentalmente por tres categorías de agentes: fondos de pensiones, fondos de inversión y compañías de seguros, con desigual implantación de cada uno de ellos según el país que consideremos.

Los fondos de inversión se constituyen a partir de aportaciones individuales de personas o entidades privadas con el propósito de participar en los mercados financieros. Los fondos de pensiones y las compañías de seguros tienen como objetivo gestionar el ahorro colectivo de los hogares con el propósito de asegurar la protección a sus respectivos pensionistas y asegurados, pero también invierten en los mercados financieros para obtener ganancias[21].

[20] Orlean (1999) se refiere a este nuevo contexto en el que la política económica privilegia los intereses de accionistas y prestamistas frente al capital productivo como la "dictadura de los acreedores". Esta subordinación de política económica a los intereses del capital financiero alcanza su paroxismo en Europa durante los años 2011 y 2012, con los ataques de los mercados financieros a las deudas soberanas de las economías periféricas de la zona Euro.

[21] Incluimos en esta investigación a los denominados "fondos de cobertura" (*hedge funds*) dentro de los fondos de inversión. Estos fondos, generalmente reservados a los grandes patrimonios, se especializan en operaciones

Conviene no olvidar en cualquier caso que estos inversores, en general, están promovidos o controlados por bancos comerciales o de inversión (especialmente en el caso de los fondos de inversión). Además, los inversores institucionales se encuentran densamente vinculados entre sí (los fondos de inversión gestionan en muchas ocasiones diversos fondos de pensiones y, a veces, son gestionados a su vez por los llamados "fondos de fondos").

El formidable desarrollo de las diferentes categorías de inversores institucionales se ha visto favorecido por numerosos factores (Aglietta, 1998; Plihon y Ponssard, 2002; Jeffers y Plihon, 2001), entre los que destacan no sólo la desreglamentación internacional, sino también los procesos de titularización de los déficit públicos de los países de la OCDE, la reorientación de la financiación de las empresas hacia la utilización de fondos propios, los programas de privatización en Europa, el aumento del precio de los activos financieros y el consiguiente reclamo que ello ha tenido sobre los impositores, el favorable tratamiento fiscal del ahorro institucional y la notable incertidumbre sobre la financiación de las pensiones en un contexto de envejecimiento poblacional y privatización progresiva de los sistemas de reparto. Todos estos factores han permitido que estos inversores hayan sido capaces de reorganizar a escala mundial el ahorro y las pensiones de los hogares, transformándolos en capital con capacidad de valorizarse en la esfera financiera (Jacot y Le Duigou, 2000) e imponer nuevas dinámicas de funcionamiento a las empresas.

La creciente importancia del papel que juegan estos inversores institucionales en la economía mundial radica en el inmenso volumen de activos financieros que gestionan: más de 43 billones de dólares en 2004 y casi 62 billones en 2009 (ver cuadros 2.1 y 2.2). Esto supone gestionar activos muy por encima del propio PIB de los países, tal y como podemos ver en el cuadro 2.1: en 2009 los inversores institucionales estadounidenses eran propietarios de activos por valor del 196,3% del PIB de su país, del 220,6% en el caso de los inversores del Reino Unido y del 166,7% en el caso de Francia. Los activos gestionados por dichos inversores tres décadas atrás apenas alcanzaban el 70,5% del PIB en EEUU, el 48,8% en el Reino Unido y el 10,7% en Francia.

Cuadro 2.1: Activos totales de los inversores institucionales
(% del PIB)

PAIS	1981	1985	1990	1995	2000	2005	2009
EEUU	70,5	93,7	114,2	140,8	185,1	191,2	196,3
Japón			101,2	98,7	106,1	145,2	168,0
UK	48,8	68,8	118,7	162,1	210,3	207,4	220,6
Francia	10,7	22,6	63,3	75,9	130,7	160,2	166,7
Alemania	18,7	21,0	41,8	56,4	99,3	116,0	122,0
Holanda	77,9	83,9	141,2	146,0	189,5	201,8	238,9
Canadá	35,4	38,8	63,2	94,0	128,1	134,1	145,1
Italia			14,8	25,9	94,3	97,1	78,9
TOTAL OCDE	**34,4**	**44,1**	**83,0**	**113,5**	**138,4**	**162,6**	**150,6**

Fuente: OECD Institutional Investors Statistics Database.

muy arriesgadas (compras de empresas de mala calidad crediticia, apuestas sobre la evolución futura de las variables macroeconómicas, arbitrajes con derivados y/o divisas, etc.). Por ello, suelen experimentar enormes rentabilidades pero también sonoros fracasos (recuérdese el caso del *Long-Term Capital Management*).

Cuadro 2.2: Los inversores institucionales, situación en 2004 y 2009
(total de activos, millones de dólares corrientes, %)

Año 2004	Compañías de seguros	Fondos de pensiones	Fondos de inversión	Otros	TOTAL	
PAIS	Reparto de la cartera de activos financieros (en %)				Total en %	Total en Millones $
EEUU	36,9	66,1	51,1	19,2	49,5	21.364.354
Japón	14,6	7,4	15,4	16,8	12,9	5.563.341
UK	13,4	11,6	4,0	-	9,1	3.936.640
Francia	10,2	-	9,2	-	6,7	2.874.042
Alemania	6,5	-	7,3	-	4,7	2.047.826
Holanda	2,5	5,2	0,6	0,8	2,5	1.091.689
Canadá	2,2	3,8	2,3	-	2,6	1.129.236
Italia	3,4	0,2	2,9	43,6	3,5	1.504.510
Otros	10,4	-	7,3	-	8,5	3.670.713
TOTAL	**100**	**100**	**100**	**-**	**100**	**43.182.352**
Total, Millones $	14.360.641	12.148.990	15.254.449	1.279.883		
Total, en %	33,3	28,1	35,3	3,0	100	
Año 2009	**Compañías de seguros**	**Fondos de pensiones**	**Fondos de inversión**	**Otros**	**TOTAL**	
PAIS	Reparto de la cartera de activos financieros (en %)				Total en %	Total en Millones $
EEUU	29,7	59,3	48,9	28,7	44,5	27.566.313
Japón	18,4	6,0	14,4	17,8	13,7	8.454.398
UK	10,3	10,8	3,8	-	7,7	4.793.006
Francia	11,9	0,6	7,8	-	7,1	4.374.506
Alemania	9,4	2,7	6,9	-	6,5	4.023.891
Holanda	2,4	6,0	1,7	0,8	3,1	1.895.401
Canadá	2,4	5,1	2,7	-	3,1	1.941.347
Italia	3,4	0,4	1,2	37,9	2,7	1.665.011
Otros	12,2	-	12,6	-	11,6	7.187.700
TOTAL	**100**	**100**	**100**	**-**	**100**	**61.901.573**
Total, Millones $	21.077.967	16.204.915	22.967.488	1.651.202		
Total, en %	34,1	26,2	37,1	2,7	100	

Fuente: OECD Institutional Investors Statistics Database.

Las tasas de crecimiento de los activos gestionados por los inversores institucionales han sido elevadas durante las últimas décadas. No obstante, la tasa de crecimiento de todos ellos no ha evolucionado paralelamente (ver cuadro 2.3 y gráfico 2.5). Mientras que durante los años noventa los activos financieros de las compañías de seguros crecieron a una tasa media anual del 9,5%, y los de los fondos de pensiones lo hicieron al 10,9%, los fondos de inversión experimentaron una progresión del 18,0% anual. Durante la década de 2000 los fondos de inversión han seguido creciendo a un ritmo superior al de los fondos de pensiones o las compañías de seguros. Así, en 2009 –tal y como se puede observar en el gráfico 2.5– los fondos de inversión se habían consolidado ya como los inversores institucionales que más activos gestionaban a escala mundial (23 billones de dólares), por encima de las compañías de seguro (21 billones) y de los fondos de pensiones (16,2 billones).

Cuadro 2.3: Crecimiento de los activos de los inversores institucionales, total mundial (crecimiento anual acumulado %)

	1981-89	1990-99	2000-04	2005-09
Fondos de Pensiones	18,15	10,85	4,18	5,93
Compañías de Seguro	20,18	9,46	5,28	7,98
Fondos de Inversión	27,33	17,98	7,40	8,53
Otros	15,33	7,64	-20,12	5,23
Total	**19,78**	**11,71**	**4,21**	**7,47**

Fuente: OECD Institutional Investors Statistics Database.

Grafico 2.5: Activos financieros de los inversores institucionales (millones de dólares corrientes)

Fuente: OECD Institutional Investors Statistics Database.

2.3.2- Los inversores institucionales y la nueva gestión empresarial: el gobierno corporativo

En el cuadro 2.1 podemos observar la clara posición hegemónica que detentan los inversores institucionales norteamericanos en el plano internacional, como consecuencia del enorme tamaño del sector financiero estadounidense, del carácter privado del sistema de pensiones de dicho país así como del propio proceso de concentración de capitales a escala mundial.

Estos inversores institucionales operan en los mercados financieros internacionales con tres objetivos (Batsch, 2002a y 2002b): obtener la mayor rentabilidad viable manteniendo el mayor grado de liquidez posible de sus activos, al tiempo que diversifican el riesgo de sus

inversiones tanto sectorial como geográficamente. Esta sencilla regla de actuación de los gestores de fondos de inversión, de pensiones y de compañías de seguros, ha llevado a estos inversores –de carácter marcadamente anglosajón– a una notable expansión por las diferentes plazas financieras internacionales, por los distintos mercados de activos y por los distintos sectores de actividad.

Así, la presencia de los inversores institucionales en las empresas cotizadas de todo el mundo se ha impuesto como una realidad contemporánea que, a pesar de que se materializa muy desigualmente según los países, condiciona la actividad y prioridades de dichas empresas. Tal y como podemos ver en el gráfico 2.6, la composición de cartera de los inversores institucionales se ha ido modificando en los países de la OCDE hacia un menor peso de los préstamos y de los bonos, y hacia una progresiva preponderancia de las acciones. Vemos en dicho gráfico cómo el peso de las acciones en la cartera de negocio de los inversores institucionales ha pasado del 29,2% en 1990 al 44,3% en 2000 y al 43,5% en el año 2005. Por el contrario, el peso de los bonos en cartera se redujo entre 1990 y 2005 del 40,1% al 33,8%, y el de los préstamos del 18,2% al 9,7% para el mismo periodo.

Grafico 2.6: Composición de cartera de los inversores institucionales
(millones de dólares corrientes)

Fuente: OECD Institutional Investors Statistics Database.

Como consecuencia de este proceso, numerosas economías de la OCDE han experimentado una creciente participación de los inversores institucionales en la propiedad de las empresas cotizadas. Destacan en este sentido las economías anglosajonas que, como podemos ver en el cuadro 2.4, han presenciado una intensa transformación de la estructura accionarial de sus grandes empresas durante las últimas décadas, incrementándose el peso de los fondos de inversión, los fondos de pensiones y las compañías de seguro en dicha estructura.

Cuadro 2.4: Propiedad accionarial en EEUU y Reino Unido, 1950-2003.

REINO UNIDO	1957	1963	1975	1981	1990	1994	2001	2003
Hogares (propiedad directa)	65,8	54	37,5	28,2	20,3	20,3	14,8	14,9
Fondos de pensiones	3,4	6,4	16,8	26,7	31,6	27,8	16,6	15,6
Compañías de seguros	8,8	10	15,9	20,5	20,4	21,9	20	17,3
Fondos de inversiones	5,7	12,6	14,6	9	7,7	8,8	4	4,3
Otras instituciones financieras					0,7	1,3	9,9	11,1
Sector exterior	7	5,6	3,6	11,8	16,3	20	31,9	32,3
Bancos		1,3	0,7	0,3	0,7	0,4	1,3	2,2
Otros	10,9	8,7	8,9	10,3	607	3,2	2	1,9
ESTADOS UNIDOS	**1950**		**1970**		**1990**	**1995**	**2000**	**2003**
Hogares (propiedad directa)	90,2		68		51	47,4	42,1	36,7
Fondos de pensiones	0,8		9,2		24,4	25,9	20,1	21,4
Compañías de seguros	3,3		3,3		4,6	5,1	6,4	7,8
Fondos de inversiones	2		4,7		6,6	11,7	18,3	18,3
Sector exterior	2		3,2		6,9	6	9,2	10,9
Bancos	0		10,4		5,4	2,6	2	2,1
Otros	0,6		0,6		0,7	0,9	1,7	2,6

* Propiedad accionarial de las empresas cotizadas en el NYSE y LSE.
Fuente: Froud *et al*. (2006: 40-41)

La masiva presencia de estos nuevos inversores en el capital de las principales empresas de los países de la OCDE ha dado lugar a una profunda alteración de la gestión empresarial. Se ha producido el surgimiento y aplicación de un nuevo conjunto de criterios de gestión propios de lo que se ha dado en llamar el *gobierno corporativo*[22] de la empresa. Estos nuevos criterios responden al paso de un modelo de gestión empresarial de tipo *managerial* o *stakeholder*, basado en el control interno de la empresa por parte del consejo de administración y los directivos, a uno de tipo *shareholder*, basado en el control externo ejercido por los mercados financieros liberalizados (Jeffers y Plihon, 2001).

Algunos autores analizan esta cuestión considerando que los nuevos inversores institucionales, al gestionar una cartera de activos financieros ampliamente diversificados, no tienen necesariamente los mismos intereses y objetivos que tradicionalmente tenían los accionistas de referencia de las empresas (Jeffers y Plihon, 2001). Desde nuestro punto de vista el hincapié no debe hacerse tanto en la posible divergencia de objetivos entre ambos modelos de gestión empresarial –que en última instancia no buscan más que la valorización de un capital inicial invertido–, cuanto en los nuevos instrumentos con los que en este momento cuentan los accionistas para garantizar que dicha valorización se desarrolle en las mejores condiciones posibles.

En este sentido, y tal y como señala Orléan (1999), “la liquidez expresa la voluntad de autonomía y dominación de las finanzas” (Orlean, 1999: 49). El papel que juega la gran liquidez de los mercados financieros internacionales –uno de los rasgos esenciales de estos mercados, tal y como se vio anteriormente–, es crucial a la hora de analizar los vínculos entre el contexto financiero internacional y los cambios en la gestión empresarial. La liquidez de los mercados internacionales de capitales otorga un inmenso poder a los inversores

[22] Este término, proveniente de la expresión anglosajona *corporate governance*, es utilizado por la literatura especializada para referirse al tipo de gestión empresarial derivada de la soberanía accionarial. Para un análisis más detallado véanse los trabajos de Pérez (2003) y Rodríguez (2003).

institucionales, en la medida en que les permite deshacer posiciones instantáneamente y castigar a aquellas empresas que no cumplan con los criterios de rentabilidad y gestión requeridos, arriesgándose éstas así a fuertes caídas de las cotizaciones bursátiles, Ofertas Públicas de Adquisición de acciones (OPA) hostiles, etc. Se constata con ello la contradicción de que cuanto más líquidos son los mercados financieros más alejan a los accionistas de las empresas en lugar de favorecer su control directo, potenciándose de este modo, ante posibles incumplimientos de los objetivos esperados, las estrategias de abandono del capital lo más rápido posible y sin pérdida de valor (Aglietta, 2004; Reberioux , 2003).

Este control externo encuentra su principal apoyo en el papel que juegan los mercados bursátiles secundarios[23]. Estos mercados actúan a modo de "dispositivo cognitivo colectivo" para directivos, inversores financieros, calificadoras de riesgo, etc. (Aglietta, 2000; Coutrot, 1998): los mercados de capitales identifican los objetivos financieros que debe cumplir la empresa, establecen la norma de rentabilidad y demás convenciones sobre la gestión empresarial, y hacen visible a todos los agentes en tiempo real el grado de cumplimiento de dichos objetivos, comportándose por tanto como sistemas públicos de validación.

Pero este control externo de la empresa se ve reforzado además por un segundo punto de apoyo, crucial para entender el poder de las finanzas: la nueva estructura de propiedad a la que da lugar la expansión de los inversores institucionales. Ya vimos en el cuadro 2.4 cómo los inversores institucionales han ido ganando peso en la propiedad accionarial de los países desarrollados. Sin embargo, esta mayor participación –especialmente en el accionariado de las grandes empresas– se ha llevado a cabo buscando siempre la diversificación de la liquidez y el riesgo. Así, tal y como plantean Roe (1995 y 2001) y Farnetti (1999), las políticas accionariales de los inversores institucionales han dado lugar a una nueva estructura de propiedad del capital caracterizada por una gran dilución de las participaciones de estos inversores.

En general, los inversores institucionales apenas sobrepasan participaciones en una determinada empresa superiores al 1-2% del capital de ésta (tal y como podemos observar en el cuadro 2.5), puesto que esta forma de control garantiza la diversificación del riesgo y la liquidez de su cartera de negocio. Participaciones relativamente reducidas permiten que los inversores puedan desprenderse inmediatamente de ellas mientras el resto de sus carteras siguen distribuidas de manera "ideal", garantizándose de esta forma la estabilidad de los rendimientos financieros del conjunto de sus activos.

No obstante, a pesar de que cada uno de dichos inversores tomados individualmente presenta participaciones relativamente reducidas, todos ellos mantienen, en conjunto, grandes paquetes accionariales en el seno de las principales empresas de las economías desarrolladas. Es lo que podríamos denominar "efecto piraña" (Álvarez y Medialdea, 2006): ninguno de los inversores institucionales por sí mismo tiene fuerza suficiente para alterar la política empresarial, pero la acción sumada de todos ellos resulta determinante. Así, por ejemplo, podemos ver en el cuadro 2.5 el caso de la multinacional británica Unilever: en 2009 no había ningún inversor institucional en su accionariado que tuviese una participación superior al 3,7% (siendo de hecho la mayoría inferiores al 1%); sin embargo, la participación conjunta de todos los inversores institucionales alcanzaba el 79,7% del capital de la firma.

[23] Recuérdese en este sentido la caracterización que hace Hilferding (1910) de la bolsa de valores y de su importancia para el capital financiero (capítulo 1, apartado 1.2.1).

Cuadro 2.5: Peso de los inversores institucionales en la propiedad accionarial de las grandes empresas, 2008.

Empresa / Inversor	País	Sector / Tipo de inversor	Invers. instit. significat. (%)	Total invers. instit. (%)
Unilever	**UK**	**Comida, hogar, cuidados**		**79,7**
JANUS CAPITAL GROUP, INC.	US	Private equity firm	0,32	
POWER FINANCIAL CORP	CA	Private equity firm	0,16	
LEGAL & GENERAL INVESTMENT MANAG.	GB	Fondo de inversión o pensiones	3,62	
BLACKROCK, INC.	US	Private equity firm	1,76	
F&C ASSET MANAGEMENT PLC	GB	Fondo de inversión o pensiones	0,71	
MAJEDIE INVESTMENTS PLC	GB	Fondo de inversión o pensiones	0,65	
MORGAN STANLEY via its funds	US	Banco	2,63	
MERCATOR ASSET MANAGEMENT LP	US	Fondo de inversión o pensiones	0,39	
PRUDENTIAL PLC	GB	Compañía de seguros	3,56	
ALLIANZ SE	DE	Compañía de seguros	1,24	
AXA	FR	Compañía de seguros	1,65	
GOLDMAN SACHS GROUP,INC via its funds	US	Banco	0,23	
AEGON NV	NL	Compañía de seguros	0,61	
Total	**Francia**	**Hidrocaraburos**		**59,2**
ALLIANZ SE	DE	Compañía de seguros	1,43	
SUN LIFE FINANCIAL INC	CA	Compañía de seguros	1,06	
GOLDMAN SACHS GROUP,INC via its funds	US	Banco	0,23	
JP MORGAN CHASE & CO. via its funds	US	Banco	0,69	
AVIVA PLC	GB	Compañía de seguros	0,61	
GENERALI ASSICURAZIONI SPA	IT	Compañía de seguros	0,38	
GRANTHAM, MAYO, VAN OTTERLOO & CO.	US	Fondo de inversión o pensiones	0,44	
ALECTA PENSIONSFORSAKRING OMSES.	SE	Compañía de seguros	0,32	
CAPITAL GROUP COMPANIES INC.	US	Fondo de inversión o pensiones	1,97	
VANGUARD GROUP, INC.	US	Fondo de inversión o pensiones	0,43	
BLACKROCK, INC.	US	Private equity firm	0,55	
Volkswagen	**Alemania**	**Automoción**		**9,3**
APG GROEP N.V.	NL	Compañía de seguros	0,62	
DEUTSCHE BANK AG	DE	Compañía de seguros	0,44	
ALLIANZ SE	DE	Compañía de seguros	0,16	
VANGUARD GROUP, INC.	US	Fondo de inversión o pensiones	0,22	
NATIXIS	FR	Fondo de inversión o pensiones	0,41	
STATE STREET CORPORATION	US	Fondo de inversión o pensiones	0,13	
TEACHERS IN. & ANNUITY ASS. AMERICA	US	Compañía de seguros	0,12	
Telefónica	**España**	**Telecomunicaciones**		**62,6**
ALLIANZ SE	DE	Compañía de seguros	0,79	
DEUTSCHE BANK AG	DE	Compañía de seguros	0,44	
APG GROEP N.V.	NL	Compañía de seguros	0,36	
SUN LIFE FINANCIAL INC	CA	Compañía de seguros	0,36	
POWER FINANCIAL CORP	CA	Private equity firm	0,18	
AVIVA PLC	GB	Compañía de seguros	0,25	
JP MORGAN CHASE & CO. via its funds	US	Banco	0,56	
FIDELITY INTERNATIONAL LIMITED	US	Fondo de inversión o pensiones	1,02	
THORNBURG INVESTMENT MANAG., INC.	US	Fondo de inversión o pensiones	0,61	
VANGUARD GROUP, INC.	US	Fondo de inversión o pensiones	0,43	
BLACKROCK, INC.	US	Private equity firm	0,27	
Enel	**Italia**	**Eléctrico**		**29,7**
INA ASSITALIA SPA	IT	Compañía de seguros	0,67	
ALLIANZ SE	DE	Compañía de seguros	0,54	
APG GROEP N.V.	NL	Compañía de seguros	0,43	
AVIVA PLC	GB	Compañía de seguros	0,18	

JP MORGAN CHASE & CO. via its funds	US	Banco	0,48
DEUTSCHE BANK AG	DE	Compañía de seguros	0,15
CAPITAL GROUP COMPANIES INC.	US	Fondo de inversión o pensiones	0,73
VANGUARD GROUP, INC.	US	Fondo de inversión o pensiones	0,33
POWER FINANCIAL CORP	US	Private equity firm	0,36
TEACHERS IN. & ANNUITY ASS. AMERICA	US	Compañía de seguros	0,15
PGGM VERMOGENSBEHEER B.V.	NL	Fondo de inversión o pensiones	0,16
GRANTHAM, MAYO, VAN OTTERLOO & CO.	US	Fondo de inversión o pensiones	0,11

* Entre los inversores institucionales se han tenido en cuenta los fondos de inversión, los fondos de pensiones, las compañías de seguro y las denominadas *private equity firms* (un tipo particular de fondos de inversión especializados en comprar empresas a partir de un fuerte apalancamiento). También se consideran los fondos de inversión vinculados a la banca.
Fuente: Amadeus.

A partir de este control externo de la empresa, el objetivo de los inversores institucionales es doble: por un lado, que la dirección de la empresa encamine todas sus acciones a la maximización del valor accionarial del capital invertido y, en segundo lugar y subordinado al objetivo anterior, reducir al máximo las tradicionales asimetrías de información destacadas por la Teoría de la Agencia, que benefician a los directivos internos de la empresa. El interés último de los accionistas reside en el rendimiento financiero de sus títulos, tanto en forma de dividendos como en forma de plusvalías bursátiles; la empresa es considerada por lo tanto como un activo que debe maximizar su valor bursátil por encima de cualquier otro objetivo (Plihon, 2004).

En sentido estricto, la idea de la creación de valor para el accionista no es más que la actualización de una vieja concepción teórica según la cual los capitales propios de los accionistas, como todo factor de producción, tienen un coste de oportunidad que es igual en este caso a la remuneración que podría ser obtenida en una inversión alternativa con un nivel de riesgo comparable (Batsch, 2002a). Así, toda inversión empresarial requeriría este suelo mínimo de rentabilidad sin el cual no puede desarrollarse. Cuando la empresa consigue igualar la tasa "normal" de rentabilidad de su sector de actividad, decimos que ésta conserva su valor; si la rentabilidad empresarial cae por debajo de dicha tasa, la empresa destruirá valor, y si lo supera, la empresa crea valor neto para el accionista. Los mercados internacionales de capitales imponen de forma generalizada a las empresas objetivos de maximización del valor accionarial creado, de forma que las empresas traten de "batir al mercado" y convertirse en empresas líderes dentro de sus respectivos sectores.

La OCDE (1998) resume estos desarrollos del siguiente modo:

> "Uno de los cambios estructurales más significativos en las economías de los países de la OCDE en los años ochenta y noventa ha sido la emergencia de mercados cada vez más eficientes en el control empresarial y un paralelo incremento de la capacidad de los accionistas de influir a los directivos de las sociedades anónimas. En particular, debido a las mayores posibilidades de los inversores de usar los mercados de capitales para medir y comparar el funcionamiento de las empresas y disciplinar a los directivos, el compromiso de los directivos de generar valor accionarial se ha tornado perceptiblemente más fuerte; esto representa un cambio significativo en el comportamiento de las grandes empresas." (OECD, 1998: 15)

Los mercados bursátiles se sirven de diferentes métodos e indicadores de análisis financiero para controlar y monitorizar el cumplimiento de dichos objetivos (Montagne y Sauviat, 2001a; Commissariat Général du Plan, 2002). Uno de los indicadores más

conocidos y utilizados es el EVA (*Economic Value Added*, desarrollado por la consultora Stern & Steward). Un EVA positivo indica que la empresa ha creado valor para sus accionistas, y es reflejo de un resultado satisfactorio después de remunerar el conjunto de capitales invertidos (endeudamiento y fondos propios) así como la fuerza de trabajo. Es decir, este indicador muestra el beneficio de la firma menos el coste de financiación del capital utilizado por la empresa. La empresa creará valor por tanto cuando la remuneración obtenida por la firma al emplear dicho capital –de accionistas y acreedores– sea superior al propio coste del capital.

Esta es una condición necesaria, aunque no suficiente, para alcanzar la convención que fijan los inversores financieros en los mercados internacionales de capitales de una tasa de retorno o ROE (*Return On Equities*) del 15%[24]. Empresas, o unidades de negocio dentro de una empresa, que no arrojen un EVA positivo –y que por tanto, desde el punto de vista financiero, no creen valor para el accionista o éste no sea juzgado como suficiente dado el sector de actividad– serán susceptibles de ser cerradas en cualquier momento, al margen de que tengan beneficios positivos y sean rentables. El objetivo de la rentabilidad económica queda así subordinado al de la rentabilidad financiera en este nuevo contexto financiero, expresión del propio proceso de financiarización el que hemos aludido desde el comienzo de la investigación.

De cara al logro de este objetivo de maximización del valor accionarial, los inversores institucionales imponen una serie de principios, vía gobierno corporativo, a las empresas (Batsch, 2002a; Morin, 1998; Jeffers y Plihon, 2001; Commissariat Général du Plan, 2002):

- Transparencia y continuidad en la información que éstas proporcionan a los accionistas (contacto permanente con inversores, publicación trimestral de un conjunto de ratios e indicadores informativos, adopción del sistema contable anglosajón, explicación exhaustiva de la estrategia empresarial).
- Garantía y facilidad de ejercer los derechos de voto de los accionistas minoritarios y no residentes (caso frecuente de los inversores institucionales).
- Reestructuración de los consejos de administración (mayor control y vigilancia sobre los administradores, entrada de administradores independientes, separación de las funciones de presidente y director general, creación de comités de auditoría, etc...).
- Ausencia de medidas anti-OPA (eliminación de las acciones preferentes, los contratos blindados, las *poison-pills*, etc.).
- Nuevos sistemas de remuneración de los directivos basados en el desarrollo de *stock options,* que fusionen los intereses de éstos con los de los accionistas.
- Política de distribución estable y generosa de dividendos, que permita trasladar el beneficio generado por la empresa a los accionistas para que sean estos los que decidan sobre su uso económico (en el capítulo 4 analizaremos este punto).
- Adecuación de la actividad de la empresa a un modelo de estrategia industrial y comercial estandarizado (en el capítulo 5 revisaremos esta cuestión).
- Adhesión al discurso público del valor accionarial.

El incumplimiento generalizado de estos principios por parte de las empresas puede derivar (y suele hacerlo) en el castigo de los mercados financieros y en la venta de las

[24] Para un análisis en profundidad de las reivindicaciones en términos de rentabilidad de los inversores institucionales, véase Betbèze (2003).

participaciones accionariales en manos de los inversores institucionales. En definitiva, el objetivo último perseguido con la aplicación de estos principios no es otro que avanzar en el control efectivo de las empresas por parte de los accionistas, garantizándose con ello el pleno ejercicio de sus derechos de propiedad (Cordonnier, 2006).

Los criterios de gestión que caracterizan el gobierno corporativo de la empresa se han extendido rápida y profundamente en los principales países de la OCDE. La consultora Heidrick & Struggles publica regularmente, desde 1999, un informe bianual que muestra los importantes avances que han experimentado los principios del gobierno corporativo en las grandes empresas no financieras europeas. Esta extensión, como se puede ver en el gráfico 2.7, no se ha producido únicamente en los países anglosajones –tradicionalmente más vinculados a estos principios– sino que también se ha producido en la Europa continental.

Gráfico 2.7: Índice de adopción de los principios del gobierno corporativo de la empresa. 1999-2007 (Europa)

Fuente: Heidrick & Struggles (2007 y 2003)

Las transformaciones descritas en este capítulo caracterizan la forma concreta que adopta la organización contemporánea del capital financiero. Los inversores institucionales forman parte del núcleo duro de dicho capital financiero, pero no en exclusividad. Estos agentes, que han sabido captar en las últimas décadas buena parte del ahorro de los hogares para rentabilizarlo, están promovidos o controlados, como ya se ha comentado, por los bancos (por los grandes bancos de inversión en el caso de los inversores estadounidenses –Goldman Sachs, Merrill Lynch, Morgan Stanley, Bear Stearns o Lehman Brothers[25]–, y por la banca universal en el caso de los inversores europeos –Deutche Bank, BNP Paribas, Société Générale, Grupo Santander, etc.–). De hecho, los

[25] El sector de la banca de inversión estadounidense –por estar precisamente situado en los segmentos más activos y especulativos de los mercados financieros– ha quedado profundamente reestructurado con la llegada de la crisis: Lehman Brothers quebró en 2008, Bear Stearns y Merrill Lynch tuvieron que ser vendidos (dados sus graves problemas de solvencia) a JP Morgan Chase y Bank of America respectivamente, mientras que Morgan Stanley y Goldman Sachs acumulan aún más poder.

inversores institucionales recurren sistemáticamente a estos bancos para asegurarse tareas de asesoramiento y gestión, así como operaciones de apalancamiento o de "apertura y creación" de mercado. Por último, los altos directivos de las empresas presentan habitualmente intereses soldados con los de los inversores financieros y demás accionistas, fruto de la aplicación de las medidas de participación accionarial impulsadas por estos inversores.

De este modo, el funcionamiento de los mercados financieros internacionales no responde exclusivamente a la acción de los inversores institucionales. Estos agentes son dirigidos y asesorados por la banca tradicional a cambio de elevadas comisiones, y están íntimamente vinculados con los altos directivos de las empresas a través de los mecanismos de *stock options*. Es este triangulo –banca, inversores institucionales y altos directivos– el que constituye actualmente el núcleo duro del capital financiero internacional, al que se une toda una pléyade de *brokers*, *traders* y demás intermediarios financieros, así como las agencias calificadoras de riesgo (*Standard & Poors*, *Moody´s* y *Fitch*).

Recientes estudios dan cuenta del enorme poder económico que tiene este núcleo duro del capital financiero internacional. El innovador trabajo de Vitali *et al.* (2011) analiza la arquitectura mundial de la propiedad accionarial, computando la proporción detentada por los principales inversores internacionales. Este trabajo, que estudia los vínculos de propiedad accionarial de 43060 sociedades transnacionales, llega a la conclusión de que dicha propiedad está mayoritariamente controlada por un pequeño núcleo de instituciones financieras, estrechamente vinculadas entre sí en una densa red de participaciones cruzadas. Vitali *et al.* (2011: 4) ponen en evidencia cómo el 80% de la propiedad accionarial de la muestra de transnacionales analizadas está en manos de apenas 737 instituciones, concentrando las primeras 50 empresas el 40% de la propiedad. Estos autores señalan que el 75% de las empresas que constituyen el núcleo duro que concentra la propiedad accionarial de la muestra son instituciones financieras, cifra que prácticamente alcanza el 100% cuando nos centramos en los primeros 50 inversores[26].

RESUMEN

A lo largo de este capítulo hemos analizado cómo la crisis de rentabilidad por la que atravesó el sistema capitalista durante los años setenta dio lugar al despliegue de todo un conjunto de contrarreformas neoliberales, entre ellas la desreglamentación y liberalización de los mercados financieros internacionales. Estas medidas alumbraron a un contexto financiero internacional caracterizado por la preeminencia de la liquidez y por el poder de los inversores institucionales a escala mundial. A su vez, estos elementos han transformado las relaciones de la esfera financiera con las empresas industriales y de servicios, posibilitando –a través de los nuevos instrumentos de control garantizados por dicha liquidez– la primacía de los objetivos financieros al interior de estas organizaciones.

Analizamos en el siguiente capítulo la evolución específica de estas transformaciones en la economía francesa durante las últimas dos décadas, fruto de su nueva inserción financiera en la economía mundial.

[26] En la tabla 2.1 del anexo estadístico se muestra el listado de estas 50 empresas. Como se puede observar en dicha tabla, estas 50 instituciones concentran casi el 40% del control accionarial de la muestra de 43060 transnacionales seleccionadas por Vitali *et al.* (2011), y prácticamente todas son instituciones financieras.

Capítulo 3 Ajuste neoliberal, transformación de la inserción financiera y nueva geografía del capital en Francia

3.1- La economía y las empresas francesas durante el periodo de 1945-1980

3.2- Crisis económica, ajuste y contrarreformas neoliberales en la economía francesa entre 1980 y 2010

- **3.2.1- Francia, con el paso cambiado**
- **3.2.2- Las contrarreformas neoliberales en Francia**

3.3- El proceso de liberalización y desregulación financiera en Francia en el marco de las políticas de ajuste

3.4- Nueva geografía del capital: entrada de capital extranjero e inversores institucionales en Francia

- **3.4.1- La entrada del capital extranjero en Francia**
- **3.4.2- Determinantes de la llegada de los inversores extranjeros**
- **3.4.3- Un nuevo modelo de propiedad del capital: inversores institucionales y dispersión accionarial**

3.5- El impacto de la nueva estructura de capital sobre la gestión de las empresas francesas

- **3.5.1- Avance e implantación de la nueva estructura del capital**
- **3.5.2- Las políticas de los inversores institucionales en Francia**

3.1- La economía y las empresas francesas durante el periodo de 1945-1980

Durante el periodo de posguerra, en las décadas de 1950 y 1960, la economía y las empresas francesas crecieron a un ritmo sin precedentes y el país entero experimentó un intenso proceso modernizador (Kindleberger, 1963). En 1970 Francia era ya la cuarta economía del planeta, después de haber crecido a tasas anuales próximas al 6% durante la década de 1960.

El modelo económico francés se caracterizó durante este periodo por la existencia de interrelaciones virtuosas que se situaron en la base de este fuerte crecimiento económico (Balassa, 1981; Baleste, 1995; Mouriaux, 2004): el reparto de las ganancias de productividad entre capital y trabajo permitió un notable crecimiento salarial, que alimentó el consumo privado y estimuló la demanda; esta fuerte progresión de la demanda –junto con el incremento de la productividad– permitió compatibilizar el intenso crecimiento salarial con un notable incremento del empleo y una progresiva reducción de la jornada laboral, todo ello sin cuestionar los beneficios empresariales; el alto nivel de rentabilidad empresarial, reforzado por el consumo de masas, determinó un intenso crecimiento de la formación bruta de capital fijo de las empresas; las políticas monetarias y fiscales de corte keynesiano apuntalaron este crecimiento y fortalecieron el modelo, dándole consistencia y coherencia; la regulación y el fuerte peso del Estado en la economía determinó un marco institucional que aseguró la estabilidad económica y las conquistas sociales (seguridad social, sistemas de salud y pensiones, seguros de desempleo y enfermedad, etc.); por último, la intensa regulación y participación del Estado francés en el sector financiero aseguró una financiación estable y sostenida para el conjunto del tejido productivo, dando lugar a lo que algunos autores han denominado “economía de endeudamiento administrada” (Mouriaux, 2004).

En este contexto económico las grandes empresas francesas experimentaron un impresionante desarrollo (Hancké, 2002). Estas empresas trasladaron a Francia los modelos estadounidenses de producción en masa así como el paradigma técnico-organizativo que sustentaba dicho modelo de producción: el “fordismo”. La implantación de este modelo retroalimentó la propia dinámica macroeconómica, reforzando la productividad y el crecimiento económico, aunque también el carácter burocrático y sobredimensionado de las grandes empresas francesas. Paralelamente, se consolidó un modelo de relaciones laborales estructurado en torno a la prioridad de la negociación colectiva a nivel sectorial y nacional, densamente reglamentado y que resultó particularmente funcional en el marco del modelo descrito.

El Estado jugó un papel central en el proceso de reconstrucción del tejido productivo francés tras la Liberación. Además de nacionalizar la banca, durante estos años el Estado participa de forma muy significativa en el capital de numerosas empresas y en los sectores estratégicos del país, interviene subvencionando numerosas firmas, protege a la industria nacional mediante elevados aranceles y regula intensamente los mercados.

En concreto, el Estado francés acomete el proceso de construcción de los llamados *champions nationaux*: empresas elegidas y privilegiadas por la administración para convertirse en los actores principales de sus respectivos mercados. El Estado francés impulsó la construcción de *champions nationaux* mediante subsidios públicos, protecciones arancelarias frente a competidores externos, fusiones entre distintas empresas nacionales y devaluaciones recurrentes de la moneda nacional. Con todo ello se pretendía que dichos campeones nacionales liderasen no sólo el mercado interno, sino que consolidasen también posiciones de dominio en los mercados internacionales. En general, los *champions nationaux* alcanzaron un enorme control del mercado nacional. Además, este proceso de reconstrucción del tejido productivo dio lugar a la formación de grandes conglomerados

ampliamente diversificados.

El modelo económico francés pudo reaccionar mejor que otras economías europeas al primer *shock* petrolero de 1973 (Hancké, 2002). Sin embargo, a medio plazo y al igual que en el resto de países desarrollados, el modelo terminó colapsando.

La crisis de los años setenta tuvo en Francia un componente análogo al del resto de países desarrollados: creciente sobreinversión y decreciente rentabilidad, como veremos a continuación. Pero además, esta crisis tuvo en Francia una dimensión específica de desarticulación de la organización industrial (Coriat, 1995; Hancké, 2002): el conflicto social que emerge en las empresas desde finales de los años sesenta comenzó a desafiar la estructura de competencias y tareas que había prevalecido hasta el momento, lo que hizo disminuir la productividad laboral y reforzó el hundimiento de la rentabilidad empresarial. Como consecuencia de todo ello, el endeudamiento empresarial se disparó. Las bases estaban sentadas para que las reformas económicas se impusiesen en la economía francesa.

3.2- Crisis económica, ajuste y contrarreformas neoliberales en la economía francesa entre 1980 y 2010

3.2.1- Francia, con el paso cambiado

La crisis económica que se inicia en la década de 1970 es una crisis estructural que, como vimos en el capítulo 2, afecta al conjunto de los países industrializados. Esta crisis desencadenó fuertes presiones por parte de los poderes industriales y, especialmente, financieros para que los distintos gobiernos de la OCDE aplicasen el programa neoliberal. Con la llegada de Ronald Reagan y Margaret Thatcher al poder entre 1979 y 1980 se desencadenó la revolución conservadora en el mundo anglosajón, desplegándose a partir de ese momento las contrarreformas anteriormente descritas. Los gobiernos de los países de la OCDE se fueron sumando progresivamente a esta tendencia.

No obstante, Francia, una vez más en la historia reciente, parecía caminar con el paso cambiado durante estos años. La llegada al gobierno de François Mitterrand, candidato de la Unión de la Izquierda en las elecciones de 1981, se tradujo en la aplicación parcial del "Programa Común de la izquierda"[27].

El gobierno de la Unión de la Izquierda (1981-1985) desarrolló iniciativas en tres aéreas en relación con el tejido productivo francés, en un intento por adoptar las reformas necesarias para reorganizar la industria francesa y para propiciar la salida de la crisis (Hancké, 2002). Estas tres áreas fueron el ámbito financiero, el mercado laboral y el desarrollo regional. En los tres casos los legisladores franceses tuvieron en cuenta el caso alemán –particularmente exitoso en ese momento–, tratando de trasladar a suelo francés algunos de los principales elementos institucionales de dicha economía.

En primer lugar, el gobierno de la Unión de la Izquierda reorganizó el sector financiero del país, reforzando la regulación pública del crédito así como la presencia del Estado en el capital de las instituciones financieras, con la finalidad de corresponsabilizar a los bancos con las necesidades de financiación del tejido productivo. Además, y a inspiración del sistema de cajas de ahorros alemanas, el ejecutivo francés reforzó los vínculos locales entre

[27] *110 propositions pour la France* es el programa electoral con el que la *Gauche Unie* (coalición integrada por el Partido Socialista, el Partido Comunista Francés y el Movimiento de Radicales de Izquierda) gana las elecciones presidenciales de abril-mayo de 1981. Ese programa –denominado "anticapitalista" por el propio Miterrand– puede consultarse en http://www.lours.org/default.asp?pid=307

los bancos y las empresas no financieras.

En segundo lugar, en 1982 se aprobaron las llamadas Leyes Auroux, que supusieron el mayor paquete de reformas laborales promulgadas en la historia francesa. Este paquete legislativo pretendía crear un sistema de relaciones industriales que modernizase y democratizase el marco de la negociación colectiva y, en general, la toma de decisiones en la empresa, fortaleciendo para ello la influencia sindical a nivel empresarial con la intención de avanzar hacia un modelo de cogestión similar al alemán.

Por último, la reforma Defferre incluía un conjunto de medidas encaminadas a descentralizar el proceso de toma de decisiones políticas y económicas en multitud de áreas, en un intento por fortalecer el desarrollo regional y las economías locales para, de este modo, crear polos de desarrollo que dinamizasen el tejido productivo de las distintas regiones francesas.

Aunque estas iniciativas terminarían fracasando –la reforma financiera no permitió que el tejido productivo contase con mayor financiación, las Leyes Auroux terminaron por debilitar a los sindicatos y su capacidad de negociación, y la reforma Deferre no consiguió reducir el tradicional centralismo francés–, no cabe duda de que situaron a la Francia de comienzos de los años ochenta en una orientación de política económica claramente divergente respecto al resto de economías de la OCDE.

No obstante, y como consecuencia de las transformaciones en el contexto económico internacional, el curso de la política económica francesa comenzó a cambiar ya en los últimos años del gobierno de la Unión de la Izquierda, bajo la dirección de Laurent Fabius. En 1984-1985, el *Plan Jacques Delors* y su "desinflación competitiva" (Mazier, 1999; Batsch, 2002a) introducen un fuerte carácter restrictivo tanto en la política de rentas –con el bloqueo del crecimiento salarial– como en la política monetaria –con fuertes subidas en los tipos de interés–.

3.2.2- Las contrarreformas neoliberales en Francia

La llegada en 1986 del gobierno conservador de Jacques Chirac (1986-88) –que supuso la primera experiencia de cohabitación entre un presidente de la República y un parlamento de signo político opuesto– reforzará esta trayectoria y pondrá fin definitivamente a la orientación inicial de la presidencia de Mitterrand. A partir de esta fecha asistimos al impulso definitivo de las medidas de ajuste neoliberal: privatizaciones masivas, liberalización, desregulación y apertura externa de la economía. Estas medidas cambiarán profundamente el modelo económico francés de las décadas de 1950, 1960 y 1970. Además, a partir de este momento los sucesivos gobiernos, al margen de su signo político, no harán sino profundizar –con mayor o menor intensidad– en esta tendencia de contrarreformas neoliberales[28].

El proceso de privatización de las empresas públicas francesas se ha desarrollado a un ritmo muy intenso desde 1986. En ese año se aprobó una primera oleada de privatizaciones, que se desarrolló entre 1986 y 1988. Durante estos años se privatizaron importantes paquetes accionariales de grandes empresas, particularmente de bancos, que controlaban a su vez numerosas empresas industriales y de servicios. Así, entre 1986 y 1988 se privatiza Saint-Gobain, Alcatel-Alsthom (CGE), Banque BIMP, Compagnie financière du crédit commercial de France, Compagnie Bancaire du BTP, Compagnie Général de Constructions Téléphoniques, Agence Havas, Compagnie financière de Paribas, Société Générale,

[28] Gobierno Rocard, gobierno Cresson, gobierno Bérégovoy, gobierno Balladur, gobierno Juppé, gobierno de la izquierda plural de Jospin, así como los gobiernos de Raffarin, Villepin y Fillon.

Sonegal, Compagnie financière de Suez, TF1, Mutuelle générale française-accidents, Mutuelle générale française-vie y Société Matra.

En la década de 1990 se retoma el proceso privatizador, acelerándose incluso. La ley 93-923 de 19 de Julio de 1993 prevé la privatización de 21 empresas públicas, que controlaban a su vez –directa o indirectamente– 1760 sociedades en ese momento. Entre 1993 y 2005 20 de esos 21 grandes grupos fueron privatizados: BNP y Rhône-Poulenc en 1993, Elf-Aquitaine y UAP en 1994, Seita, Péchiney y Usinor-Sacilor en 1995, Renault, CGM, AGF en 1996, Bull en 1997, la Société marseillaise de crédit (SMC), CNP Assurances, CIC-UIC-GAN SA (vinculados al grupo SGGP) y Thomson CSF en 1998, Aérospatiale-Matra y Crédit Lyonnais en 1999, Thomson multimédia en 2000, Banque Hervet en 2001, Air France en 2004 y, finalmente, Snecma en 2005.

Sólo una empresa de aquellas 21 permanece aún bajo control estatal –la Caisse Centrale de Réassurance–, al tiempo que otras no presentes en la lista se han ido privatizando entre 2006 y 2008 (Autoroute du Sud de la France, Société des autoroutes Paris-Rhin-Rhône, Société des autoroutes du Nord et de l'Est de la France, Société nationale maritime Corse Méditerranée, Société d'exploitation du périphérique de Lyon, Semmaris, Gaz de France y Dagris). En el cuadro 3.1 podemos apreciar la intensidad del proceso privatizador entre 1993 y 2008.

Cuadro 3.1: Privatizaciones realizadas en Francia: paso del sector público al sector privado, 1993-2008
(Número de empresas y empleados afectados)

Año	Número de sociedades	Número de empleados en Francia
1993	179	88000
1994	356	72000
1995	195	81000
1996	308	116000
1997	29	11300
1998	471	66700
1999	147	68000
2000	22	5500
2001	14	2300
2002	-	-
2003	-	-
2004	169	201900
2005	44	29400
2006	28	17900
2007	2	200
2008	117	33700

*Nota: ninguna privatización fue completada entre 2002 y 2003
Fuente: INSEE, *Répertoire des entreprises contrôlées majoritairement par l'État*.

En 1984 el peso del Estado francés en el capital de los principales 50 grupos industriales del país era del 74%, mientras que dicho peso había descendido al 23% en 1999 (Plihon, 2003: 34). En el gráfico 3.1 podemos comprobar igualmente la intensidad del proceso privatizador francés durante estas últimas décadas: en 1985 el 10,5% de los asalariados (sin

tener en cuenta los funcionarios del Estado) trabajaban en empresas públicas, mientras que en 2008 dicha cifra era sólo del 3,4%.

Gráfico 3.1: Peso de las empresas públicas y del empleo público, 1985-2008
(Número de empresas; % empleo público sobre el empleo total)

* No se consideran las empresas filiales ni las empresas en el extranjero. El empleo público considera únicamente el empleo en empresas públicas, pero no los funcionarios del Estado.
Fuente: INSEE, *Répertoire des entreprises contrôlées majoritairement par l'État*.

Por otro lado, bajo la presión institucional de la Unión Europea la economía francesa ha liberalizado durante las décadas de 1980 y 1990 los mercados de bienes y factores, al tiempo que procedía a la eliminación de las barreras arancelarias y abría su economía al capital extranjero. Además, durante estas últimas décadas y con el objetivo de alcanzar la Moneda Única en 1999, se impusieron políticas de estabilización monetaria y de control fiscal, impulsadas por el Tratado de Maastricht y el Pacto de Estabilidad y Crecimiento[29].

En este sentido, y como plantea De Boissieu (1997), ha sido en nombre de las obligaciones y presiones externas, especialmente de las europeas, como Francia ha implantado este tipo cambios estructurales, procediendo con ello a una desreglamentación generalizada de su economía.

De este modo, y en paralelo al proceso de privatización de las grandes empresas del país, los sectores monopolísticos bajo control del Estado se han abierto a la competencia a partir de 1986: se liberalizan el sector de las telecomunicaciones, el sector energético, el sector del transporte, el sector alimentario y el sector bancario.

Estas contrarreformas se van a traducir en una rápida mutación del modelo económico francés surgido de la Liberación: la posición del Estado en la propiedad accionarial de las principales empresas del país deja de ser dominante; las administraciones públicas se retraen en su función reguladora de los distintos mercados, dejando además de actuar como sostén de la demanda agregada, del crecimiento y de la creación de empleo; la protección de la economía nacional frente al capital extranjero desaparece progresivamente; por último, se quiebra el patrón de reparto de la productividad establecido hasta el momento. Así, la

[29] Puede verse un estudio más detallado del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, así como de sus consecuencias, en Álvarez (2006).

espectacular transformación que vive la economía francesa durante las décadas de 1980 y 1990 resulta ser una de las más rápidas de cuantas experimentan los países de la OCDE durante estos años, particularmente en el marco de la Europa continental, recuperando de este modo su "retraso" inicial en la aplicación de las medidas neoliberales.

3.3- El proceso de liberalización y desregulación financiera en Francia en el marco de las políticas de ajuste

Dentro de las contrarreformas neoliberales comentadas en el apartado anterior hay una serie de medidas que, dado nuestro objeto de estudio, presentan un interés especial para nuestra investigación: la liberalización y desreglamentación de las finanzas en la economía francesa, así como la apertura externa de ésta al capital extranjero.

Durante el periodo de 1945-1980 el sistema financiero francés presentaba una doble característica, como ya se ha mencionado: la mayor parte de la financiación de la economía provenía de la banca y, además, dicha financiación estaba muy controlada por el Estado. En 1978, más de la mitad de la financiación externa de las sociedades francesas provenía del endeudamiento con los intermediarios financieros[30], al tiempo que la mayor parte de dichos intermediarios estaban nacionalizados. Los poderes públicos efectuaban una estricta regulación del crédito mediante un control de las cantidades anuales destinadas por el sistema bancario a dicha finalidad. Además, los tipos de interés estaban administrados por el sector público.

El coste del crédito se regulaba controlando el coste de refinanciación de los bancos frente al Banco de Francia así como las tasas de reservas obligatorias, pero sobre todo mediante procedimientos de bonificación del crédito: el 50% de los créditos a empresas eran preferenciales (es decir, en condiciones más favorables que las del mercado). Además, la apertura el exterior era muy reducida puesto que el control de cambios era muy riguroso, y la concurrencia entre los intermediarios financieros era muy débil debido a la parcelación y especialización de los distintos circuitos de distribución del crédito (Credit Agricole por un lado, y por otro Crédit Foncier de France y Caisse des Dépôts et Consignations). De este modo, hasta la década de 1980 el mercado financiero francés estaba densamente regulado por la administración pública.

A partir de 1984-85 se procederá a la sustitución de esta "economía administrada de endeudamiento" por las "finanzas de mercado" (Plihon, 2003; Della Gaspera, 2001). La lógica concurrencial se impuso progresivamente frente al control público del sistema financiero nacional, y se puso fin a la separación que hasta el momento había existido entre el mercado monetario y el mercado financiero.

Así, en 1984 se produce la apertura internacional del mercado financiero primario y se crea el segundo mercado (destinado a las empresas de menor capitalización bursátil); en este año se instaura además la libertad de negociación de las comisiones sobre acciones y obligaciones. En 1985 se produce una fuerte reducción del porcentaje de créditos concedidos a tipos regulados, en 1986 comienza la privatización del sector bancario, en 1987 se suprimen las restricciones al crédito y en 1989 se eliminan los controles sobre los tipos de cambio.

Estas medidas de apertura y liberalización de los distintos mercados de capitales (monetario, de obligaciones y de acciones) tienen como objetivo la intercomunicación de los diferentes mercados y la construcción de un mercado francés unificado en el marco del Mercado Único europeo. Estos mercados habían permanecido infradesarrollados,

[30] Para un análisis más detallado de esta cuestión véase el apartado 4.1 del capítulo 4.

compartimentados e incomunicados durante décadas, lo que no permitía una confrontación global de la oferta y demanda de capitales ni el arbitraje de los inversores financieros entre títulos de distintos mercados, de corto o largo plazo, etc.

El mercado unificado se vio impulsado por la creación en 1985 de un mercado de títulos negociables (*Marché des Titres de créance négociable*), que abría a los operadores el mercado de capitales a corto plazo y aseguraba la comunicación de este mercado con los de largo plazo. Del mismo modo, dicha unificación también fue impulsada por la creación del *Marché à Terme International de France* (MATIF) en 1986 y del *Marché des Options Négociables de Paris* (MONEP) en 1987. El primero de ellos es el mercado de derivados sobre tasas de interés y sobre índices de materias primas, mientras que en el segundo se negocian las opciones sobre acciones y sobre los índices bursátiles. El mercado unificado de capitales de Francia se abrió a operadores tanto financieros como no financieros, nacionales y extranjeros.

Este proceso de liberalización y apertura de los mercados financieros franceses se ha traducido en una progresiva desintermediación de la banca tradicional. Tal y como se ve en el Gráfico 3.2, la tasa de intermediación de la banca pasó del 71,5% en 1980 al 62,1% en 1990 y al 40,5% en 2010 (para el caso de la tasa de intermediación en sentido estricto)[31]. La tasa de intermediación en sentido amplio también se ha reducido notablemente entre 1980 y 2010, pasando del 79,0% al 52,9%.

Gráfico 3.2: Tasa de intermediación financiera de la banca francesa, 1980-2010 (%)

Fuente: Banque de France

La necesidad de financiación pública de los países de la OCDE –en un contexto en el que se ha priorizado la emisión de deuda soberana frente al aumento de la carga fiscal–, ha sido uno de los principales motores de la mundialización financiera y del paso a unas finanzas de mercado[32]. El caso francés es paradigmático en este sentido. El proceso de titularización del

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

[32] Véase el apartado 2.1.2 del capítulo 2.

déficit público francés ha permitido un fuerte crecimiento de la deuda pública, pasando el porcentaje de ésta sobre el PIB del 20,7% en 1980 al 35,2% en 1990, 57,5% en 2000 y 82,3% en 2010 (INSEE, 2011). Este proceso ha colaborado en la notable profundización y extensión del mercado de capitales francés, al tiempo que ha sido un vector clave en su internacionalización, dada la voluntad del Estado de contar con fondos de los inversores extranjeros para financiar su deuda (Álvarez, 2006). Valga como ejemplo el periodo 2000-2005: durante estos años, el déficit primario francés –aquel que no tiene en cuenta los gastos financieros del Estado– se situó en valores muy próximos al equilibrio presupuestario (oscilando entre el 1,4% del año 2000 y el -1,5% del 2003), al tiempo que el pago de intereses se situó en torno al 3% del PIB, lo que explicó casi íntegramente el conjunto del déficit público total durante este periodo (en torno al 2-4% del PIB). Así, este fuerte incremento de la deuda pública y del pago de intereses a los mercados financieros no sólo ha supuesto un mecanismo de redistribución de rentas hacia los inversores financieros –a costa del erario público–, sino también un notable impulso de dichos mercados.

Al papel que juega la deuda pública en los años ochenta –motor del desarrollo de las finanzas de mercado en Francia– se le van a sumar en los años noventa las medidas de liberalización y apertura del mercado bursátil. Estas medidas van a resultar especialmente interesantes para nuestro objeto de estudio en la medida en que darán lugar, como veremos posteriormente, a un profundo cambio en la geografía del capital de las grandes empresas, a importantes alteraciones en la relación entre los mercados financieros y el sector productivo y a notables cambios en el comportamiento de las sociedades no financieras.

Entre las medidas destinadas a liberalizar, garantizar la apertura externa y fomentar el desarrollo del mercado accionarial francés destacan aquellas encaminadas a impulsar y dar rango de ley a las principales normas del gobierno corporativo de la empresa. Así, a imagen y semejanza de los informes y códigos desarrollados en los países anglosajones (*Principles of Corporate Governance* en EEUU en 1992, o *Code of Best Practice*, en el mismo año en el Reino Unido), se desarrollan en Francia el primer y segundo Informe Viénot, en 1995 y 1999 respectivamente (Plihon y Ponssard, 2002).

El primer Informe Viénot aconsejaba reforzar el papel del consejo de administración, incluyendo administradores independientes; recomendaba igualmente limitar el número de mandatos acumulados por administrador, incorporar comités de auditoría al consejo de administración y adaptar la contabilidad de las empresas al modelo anglosajón de *International Accounting Standards*[33]. Más allá de impulsar medidas concretas, este informe tenía como objetivo fundamental mandar la señal a los mercados financieros internacionales de que el gobierno francés era firme en su decisión de abrir la plaza de París a los inversores extranjeros.

El segundo Informe Viénot iba más allá, propiciando un mayor acercamiento a las normas anglosajonas de gestión empresarial: se le daba un peso más importante a los administradores independientes (que debían suponer un tercio del consejo de administración) y se potenciaba, entre otras cuestiones, la separación entre presidente y director general.

La voluntad de los poderes públicos franceses de potenciar la apertura de la plaza

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

financiera de París y garantizar la llegada de los inversores extranjeros llevó a dar rango de Ley a estos informes, adoptándose el 2 de mayo de 2001 la *Loi sur les Nouvelles Régulations Économiques* (NRE), que legisla definitivamente el conjunto de medidas que componen el gobierno corporativo de la empresa (Jeffers y Plihon, 2001):

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

Por último, hay que destacar que en el desarrollo de las finanzas de mercado ha jugado un notable papel la *Loi sur le Plan Partenarial d´Epargne Salarial Volontaire* de 2001, y la *"Loi Fillon"* de reforma de las pensiones de agosto de 2003, así como todas aquellas medidas encaminadas a favorecer la canalización del ahorro salarial y de las pensiones hacia el mercado bursátil. La primera de estas medidas ha favorecido la canalización hacia la bolsa, vía inversores institucionales y en condiciones fiscales muy ventajosas, del ahorro salarial proveniente de la participación en beneficios y de aportaciones voluntarias. Los inversores institucionales que gestionan dichos fondos de ahorro salarial, vinculados habitualmente a empresas concretas, suelen colocarlos en acciones de la propia empresa. La segunda de dichas leyes, la "Ley Fillon" de 2003, ha legalizado en Francia los sistemas privados de pensiones, constituyendo un nuevo régimen facultativo de pensiones por capitalización (*Plan d'Épargne Retraite Populaire*).

3.4- Nueva geografía del capital: entrada de capital extranjero e inversores institucionales en Francia

3.4.1- La entrada del capital extranjero en Francia

Las medidas de liberalización y apertura financiera, junto con otros factores que a continuación abordaremos, se han traducido en un importante desarrollo de los mercados financieros en Francia. En el marco de este proceso se han desarrollado los inversores institucionales franceses, que han pasado a ocupar un lugar crecientemente importante en

el corazón financiero del país (Goyer, 2007a y 2007b; Morin y Rigamonti, 2002). Tal y como se pudo ver en el cuadro 2.2 del capítulo 2, el crecimiento de los inversores franceses durante los años noventa ha sido espectacular, aumentando el número de activos financieros detentados por dichas instituciones desde el 10,7% del PIB en 1981 al 63,3% en 1990, 130,7% en 2000 y al 166,7% en 2009.

No obstante, de cara a explicar el contexto financiero que emerge en Francia en las últimas décadas, así como su interacción con el tejido productivo, conviene analizar no sólo el impresionante crecimiento de los inversores institucionales franceses sino también la importante llegada de capitales extranjeros. Particularmente relevante ha sido la entrada de inversores institucionales extranjeros en el mercado bursátil.

La presencia de inversores extranjeros en el seno de las sociedades francesas se ha desarrollado de manera espectacular, tal y como podemos ver en el gráfico 3.3. La propiedad accionarial en manos de los no residentes ha pasado del 10% de la capitalización bursátil en 1985 al 42% en 2010. Dicha cifra es aún mayor si consideramos las empresas cotizadas en el CAC 40, llegándose en tal caso al 45% en el año 2005.

Estas cifras son muy superiores a los estándares internacionales: la proporción de la capitalización bursátil en manos de no residentes era en el año 2000 –en el punto álgido de la burbuja bursátil– del 22,4% en el Reino Unido, del 12% en Japón o del 11,5% en EEUU. El 80% de las transacciones financieras que se llevaban a cabo en la Bolsa de París a mediados de la década de 2000 se correspondía con movimientos de los inversores extranjeros, lo que evidencia la gran importancia que éstos han cobrado durante este periodo (Banque de France, 2010).

Gráfico 3.3: Evolución de la propiedad accionarial francesa en manos de los no residentes, 1985-2010
(% de la capitalización bursátil total y % de la capitalización del CAC 40)

Fuente: Banque de France, *Direction de la Balance des Paiements*.

Como se puede observar en el cuadro 3.2, a finales de la década de 2010 prácticamente todas las empresas francesas del CAC 40 presentan una proporción superior al 25% de su accionariado en manos de no residentes, y buena parte de ellas incluso superior al 50%. La

inmensa mayoría de los propietarios no residentes provienen o bien de la zona euro o bien de EEUU, siendo éste el primer país inversor en las empresas cotizadas francesas (ver cuadro 3.3).

Cuadro 3.2: Proporción del accionariado de las sociedades del CAC 40 en manos de no residentes, 2008-2010

Proporción del accionariado en manos de no residentes	Número de sociedades		
	2008	2009	2010
del 0% al 25%	3	2	3
del 25% al 50%	18	17	19
del 50% al 75%	15	17	15
Total	**36**	**36**	**37**

Fuente: Banque de France, *Direction de la Balance des Paiements*.

Cuadro 3.3: Origen geográfico de los propietarios de las acciones francesas del CAC 40, 2007-2010

	Proporción del accionariado en manos de no residentes (en %)			
	2007	2008	2009	2010
Total de no residentes	**41,2**	**41,7**	**44,6**	**43,0**
Zona Euro	16,5	16,6	18,5	17,6
EEUU	15,0	15,6	15,1	14,4
Reino Unido	3,1	2,8	3,0	2,8
Japón	1,2	1,3	1,5	1,5
Suiza	1,1	1,1	1,3	1,3
Canadá	1,1	1,2	1,3	1,3

Fuente: Banque de France, *Direction de la Balance des Paiements*.

3.4.2- Determinantes de la llegada de los inversores extranjeros

Además del proceso de liberalización y apertura de los mercados financieros, tres factores adicionales se sitúan en la base de esta llegada de inversores extranjeros a las empresas francesas: la voluntad de los inversores institucionales anglosajones de diversificar sus carteras de negocio, el proceso de privatización de los principales grupos franceses y la necesidad de estos grupos, a partir de la segunda mitad de la década de los noventa, de financiar sus operaciones de crecimiento externo. Analicemos a continuación estos factores.

Cuadro 3.4: Privatizaciones y capitalización bursátil de la Bolsa de París, 1970-2008

AÑO	PRIVATIZACIÓN	CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL (millones de euros)
1970		20.027
1980		39.261
1984		65.781
1985		102.950
1986	Saint-Gobain	175.362
1987	Alcatel-Alsthom (CGE), Banque BIMP, CCF, Cie bancaire du BTP, Compagnie Général de Constructions Téléphoniques, Agence Havas, Paribas, Société Générale, Sonegal, Suez, TF1, Mutuelle générale française-accidents, Mutuelle générale française-vie,	167.519
1988	Société Matra	234.323
1992	Total	294.468
1993	BNP, Crédit local de France, Rhône-Poulenc	409.990
1994	Elf-Aquitaine, UAP	372.140
1995	Pechiney, Seita, Usinor-Sacilor	389.390
1996	Compagnie Générale Maritime, AGF, BFCE, Cie Française de Navigation Rhénane, Banque Laydernier, Renault.	472.430
1997	Bull, France Telecom	613.430
1998	CIC, Thomson-CSF, GAN, CNP-Assurances, Société Marseillaise de Crédit, RMC	837.060
1999	Crédit Lyonnais, Eramet, Aérospatiale-Matra,	1.499.500
2000	Thomson Multimédia	1.540.810
2001	Banque Hervet, Société française de production et de création audiovisuelles	1.319.000
2002	-	928.000
2003	-	1.075.000
2004	Air France, France Télécom, Société Nationale Immobilière, Autoroutes PRR, Pages Jaunes	1.147.040
2005	Snecma	1.490.870
2006	Autoroute du Sud de la France, Société des autoroutes Paris Rhin Rhône, Société des autoroutes du Nord et de l'Est de la France, Société nationale maritime Corse Méditerranée, Société d'exploitation du périphérique de Lyon.	1.856.091
2007	Semmaris	1.895.235
2008	Gaz de France, Dagris	1.073.578

Fuente : INSEE, *Répertoire des entreprises contrôlées majoritairement par l'État*; Euronext.

Uno de los principales objetivos de los inversores institucionales, tal como anteriormente se mencionó, es mantener una cartera de negocio diversificada, tanto sectorial como geográficamente. Esto ha llevado a los inversores institucionales de todo el mundo (entre los cuales los norteamericanos ostentan más de la mitad de los activos totales) a desplazarse por toda la geografía planetaria en busca de inversiones rentables, líquidas y seguras,

privilegiando las plazas europeas en esta diversificación.

La diversificación de los inversores institucionales es desigual según su país de origen (Plihon y Ponssard, 2002). Los europeos o japoneses presentaban durante la década de 1990 una diversificación internacional de su cartera de negocio más elevada que la de los inversores norteamericanos. Así por ejemplo, en 1996 los fondos de pensiones holandeses mantenían el 30% de su cartera de activos en títulos extranjeros, los británicos el 28% y los japoneses el 23%. Esta cifra descendía hasta el 11% en el caso de los fondos de pensiones norteamericanos (Plihon y Ponssard, 2002: 35-36). Sin embargo, el abrumador peso que tienen los inversores institucionales norteamericanos en el contexto mundial compensa esta menor tasa de diversificación internacional y les lleva a protagonizar entradas masivas en las plazas financieras europeas, particularmente en la de París.

No obstante, seguramente la causa más relevante para explicar la importante entrada de inversores extranjeros en la economía francesa ha sido, junto con la liberalización del sistema financiero, la privatización de las principales empresas del país. Tal y como podemos ver en el cuadro 3.4, la evolución de la capitalización bursátil francesa se ha movido paralelamente al curso de las privatizaciones, con notables saltos en aquellos periodos en los cuales se ha acelerado el ritmo de éstas y, por tanto, se ha producido una mayor entrada de capital extranjero.

Esta masiva entrada de recursos ha colaborado en el fuerte crecimiento de la bolsa de París, cuya capitalización llegó a superar el 100% del PIB en la década de 2000, tal y como se observa en el gráfico 3.4. De este modo, la trayectoria de la economía francesa está más cercana al *boom* financiero experimentado por los países anglosajones durante las últimas décadas que a la trayectoria de economías continentales como la alemana o la italiana, donde el peso del mercado bursátil sigue siendo menor (ver gráfico 3.5).

Gráfico 3.4: Capitalización de la Bolsa de París, 1969-2010

(% del PIB)

Fuente: INSEE; Euronext

Gráfico 3.5: Evolución de la capitalización bursátil, 1988-2010
(% del PIB)

Fuente: Banco Mundial, *World Development Indicators*.

La intensidad del proceso privatizador determinó no sólo el incremento del volumen de transacciones de la plaza financiera de París; también incrementó la rentabilidad comparada de dicha plaza (reforzándose con ello la llegada de los inversores institucionales). En el gráfico 3.6 podemos observar la rentabilidad para el accionista de las principales bolsas internacionales durante la segunda mitad de los años noventa, destacando, tras Wall Street, la bolsa de París.

Gráfico 3.6: Rentabilidad anual media de las principales bolsas internacionales, 1995-2000
(*Total Shareholder Return* de las 100 primeras empresas, en %)

Fuente: Datastream.

Según Morin (1998), el proceso de privatizaciones en Francia se desarrolla en dos fases muy diferentes. En una primera fase, la que tiene lugar entre 1986 y 1995, los distintos gobiernos franceses buscaron vender el capital de las empresas privatizadas a bloques de accionistas franceses previamente seleccionados, de forma que se retuviese la propiedad en manos "amigas". Esto debía permitir –a pesar del cambio de titularidad en la propiedad– que se mantuviese la estructura de capital que durante más de dos décadas había caracterizado a la economía francesa.

El modelo de propiedad del capital que se intentaba preservar, que Morin y Rigamonti (2002) denominaron de "corazón financiero", se caracterizaba por la existencia de "núcleos duros" de accionistas estables en las empresas que tejían a su vez una densa red de "participaciones cruzadas" entre las distintas sociedades. En el centro de esta estructura reticular de "participaciones cruzadas" se encontraban los denominados pivotes financieros del modelo: intermediarios financieros bancarios que organizaban y cohesionaban la relación banca-industria.

Este modelo, que podemos observar con más detalle en la figura 3.1, resultó ser un modelo ciertamente útil para proveer de la financiación necesaria a las sociedades inscritas en cada uno de los correspondientes polos. Hasta finales de 1996, se pueden distinguir tres grandes polos en el modelo. El primer polo contaba con la Société Générale, AGF y Paribas como pivotes financieros y agrupaba a Pernod Ricard, Rhône Poulenc, Schneider, Pinault, Printemps, Redoute, Peugeot, Lafarge y Total. El segundo polo descansaba sobre el BNP y Suez, en estrecha alianza con Saint-Gobain, y agrupaba a Elf Aquitaine, Accor, Lyonnaise des Eaux y Crédit Agricole. Finalmente, un tercer polo emerge con la absorción de UAP por Axa, cuyos vínculos se situaban en los otros dos polos, lo que le confería en su momento una posición privilegiada.

Figura 3.1: El "corazón financiero" francés, diciembre de 1996

Fuente: Base de datos sobre propiedad accionarial de Sisife-Lerep, Universidad de Toulouse; tomado de Morin (1998: 27)

La primera fase de las privatizaciones –entre 1986 y 1995– trató de reforzar dicho modelo mediante una venta selectiva y administrada de diversos paquetes accionariales: se destinó el 10% del capital privatizado a los asalariados de esas empresas, el 15% a inversores extranjeros, el 50% para accionistas individuales o institucionales franceses y el 25% restante para los denominados "núcleos duros" (Plihon, 2004: 62-63; Plihon, 2003: 34-35). A mediados de los años noventa la gestión de las empresas francesas reposaba aún sobre la lógica del "control interno". No obstante, y a pesar de que hasta 1996 la inmensa mayoría de los grupos franceses participan de este modelo de "corazón financiero", la entrada de capital extranjero durante esta primera fase de las privatizaciones fue ya muy notable. Eso sí, esta entrada estaba subordinada a la prioridad del capital nacional, garantizándose el "control francés" de los grandes grupos empresariales.

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

Uno de los principales desencadenantes de esta segunda oleada privatizadora tuvo que ver con la maltrecha rentabilidad que las empresas francesas registraron durante los primeros años noventa, en comparación con sus homólogas europeas. Así, los indicadores de rentabilidad financiera de las grandes empresas francesas presentan durante estos años valores notablemente inferiores a los de sus competidores extranjeros: la rentabilidad media sobre fondos propios (ROE) entre 1993 y 1995 fue del 8,5% para las grandes firmas francesas, frente al 10,5% de las alemanas o el 18,5% de las británicas (*Le Monde*, 14 Febrero 1997).

En particular, la quiebra de las "participaciones cruzadas" fue uno de los objetivos centrales de esta segunda oleada privatizadora, dado que las empresas que tenían este patrón de propiedad accionarial presentaban aún menor rentabilidad que las demás (tal y como se puede apreciar en el cuadro 3.5), debido a lo oneroso de dicho mecanismo.

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

Cuadro 3.5: Control accionarial y rentabilidad de las grandes empresas francesas, 1996

	Posición de control en el Consejo de Administración	Capitalización bursátil 31/5/96 (Miles de millones de Francos)	ROE (media 1991-1995,%)
LVMH	Familiar	115	19,1
L'Oréal	Familiar	105	17,8
Elf Aquitaine	Participaciones cruzadas	104	5,7
Carrefour	Familiar	103	22,2
Total	Accionariado disperso	82	8,6
Alcatel Alsthom	Participaciones cruzadas	73	2,4
Générale des eaux	Participaciones cruzadas	66	9,5
Air Liquide	Accionariado disperso	62	13,7
Axa	Midi participations	57	7,2
Groupe Danone	Accionariado disperso	55	12,5
Société Générale	Participaciones cruzadas	52	9,7
Saint-Gobain	Participaciones cruzadas	51	8,9
BNP	Participaciones cruzadas	41	4,3
Paribas	Participaciones cruzadas	39	0,1
Rhône-Poulenc	Accionariado disperso	39	6,9
Renault	Estado	37	11,0
Peugeot	Familiar	36	5,0
Pinault-Printemps-Redoute	Familiar	35	13,0
UAP	Participaciones cruzadas	34	3,7
Suez	Participaciones cruzadas	34	-2,0
Roussel-Uclaf	Hoechst	33	16,7
Schneider	Accionariado disperso	32	4,2
Lafarge	Accionariado disperso	30	10,8
Lyonnaise des eaux	Participaciones cruzadas	30	6,7
Michelin	Familiar	29	2,4
Canal Plus	Havas, Générale des eaux	27	25,7
Havas	Accionariado disperso	27	11,0
Promodès	Familiar	26	18,9
Eridania	Montedison SPA	21	11,2
Legrand	Familiar	21	16,9
Accor	Accionariado disperso	20	8,2
Usinor-Sacilor	Accionariado disperso	19	-3,6
AGF	Participaciones cruzadas	19	6,2
Pernod Ricard	Familiar	19	14,9
Péchiney	Accionariado disperso	18	2,0
Thomson-CSF	Estado	16	2,4
Bic	Familiar	15	14,2
Castorama	Familiar	15	20,3
Sodexho	Familiar	14	20,9
Docks de France	Familiar	12	19,6

Fuente: OECD (1997: 127)

3.4.3- Un nuevo modelo de propiedad del capital: inversores institucionales y dispersión accionarial

Según las investigaciones desarrolladas por diversos autores a partir de la base de datos Sisife-Lerep sobre propiedad accionarial (Morin 2000 y 1998; Morin y Rigamonti, 2002; Gespach *et al*., 2005), las participaciones cruzadas, si bien seguían teniendo cierta importancia a finales de los años noventa, presentaban ya en este momento un menor peso en el capital de las empresas del CAC 40 que el que tenían los inversores institucionales extranjeros. Dichas participaciones cruzadas se redujeron del 30% al 20% entre 1990 y 1997, al tiempo que las participaciones de los principales bancos franceses en las empresas del CAC 40 pasaron del 14,1% al 3,5% entre 1997 y 2001 (Morin 2000: 43; Morin y Rigamonti, 2002: 168). Las estimaciones del *Commissariat General du Plan* (2004: 19-49)

señalan que a finales de los años noventa la mitad de las empresas francesas del CAC 40 tenían aún un núcleo estable de accionistas del 30% del capital, mientras que el peso de este núcleo caía por debajo del 20% en otros 15 grupos y a menos del 5% para los 5 grupos restantes.

La reducción de los núcleos estables y de las participaciones cruzadas se ha acompañado de la progresiva entrada de los inversores institucionales en el capital de las empresas francesas, hasta llegar a ser el principal tipo de accionistas. Morin (2002) ha estudiado con detalle este proceso, analizando la evolución del accionariado de las grandes empresas francesas. Según este autor, en 2001 las empresas del CAC 40 ya presentaban participaciones muy relevantes de inversores institucionales y, en general, de inversores financieros (ver cuadro 3.6). Así, según los cálculos de Morin, los inversores institucionales presentaban en estas fechas participaciones que oscilaban entre el 20% y el 30% del capital social de las principales empresas francesas. Morin (2002) analiza además cómo la evolución de la propiedad accionarial de las grandes empresas entre 1997 y 2001 no hizo sino reforzar esta tendencia: la propiedad de los inversores institucionales extranjeros creció un 66,9% durante estos años, mientras que la propiedad familiar caía un -4,4% y la de la banca francesa lo hacía en un -74,4%.

Cuadro 3.6: Evolución de la propiedad accionarial de los grandes grupos empresariales franceses entre 1997-2001 (en %)

	Auto-Control	Familiar	Estatal	Sociedades no financieras francesas	Sociedades financieras francesas	Extranjeros	Inversores instit. franceses	Inversores instit. extranjeros
1997	3,07	10,39	2,91	7,99	14,95	4,15	6,87	9,34
2001	3,7	7,93	3,95	7,64	3,53	6,62	9,19	15,59
Evolución (%)	**23,0%**	**-4,4%**	**35,8%**	**-4,3%**	**-74,4%**	**59,5%**	**33,8%**	**66,9%**

Fuente: Base de datos sobre propiedad accionarial de Sisife-Lerep, Universidad de Toulouse; tomado de Morin (2002: 169)

A partir de la base de datos Amadeus, desarrollamos una estimación similar a la de Morin (2002) para el caso de las principales empresas francesas, con la intención de actualizar dicha contrastación empírica. A pesar de que el uso de una base de datos distinta –Morín utiliza la base de datos Sisife-Lerep de la Universidad de Toulouse– supone leves alteraciones en las categorías de accionistas reflejadas, las principales conclusiones se mantienen: el peso de los inversores financieros –y en particular de los inversores institucionales– en el accionariado de las grandes empresas francesas en 2008 seguía siendo muy elevado.

Para desarrollar nuestros propios cálculos del accionariado de las grandes empresas francesas utilizamos dos grupos de empresas: seleccionamos en primer lugar las 905 empresas fracesas que cotizan en Euronext Paris y, en segundo lugar, seleccionamos una submuestra de 70 empresas dentro de ese grupo, tratando de recoger aquellas que cotizan en el CAC 40 o que son especialmente relevantes por volumen de facturación (puede consultarse el listado de este segundo grupo en la tabla 3.1 del anexo estadístico).

En el cuadro 3.7 podemos observar cómo el 28,4% del accionariado total de las empresas francesas cotizadas en Euronext estaba en manos de fondos de pensiones, fondos de inversión (incluyendo *prívate equity firms*), compañías de seguros y otras compañías financieras. Además, buena parte de las participaciones accionariales

catalogadas por Amadeus como “bancos” constituyen inversiones de éstos a través de sus propios fondos de inversión, que se comportan de modo análogo al de los fondos de gestoras independientes. Si consideramos también esta categoría el peso de los inversores financieros en el accionariado de las empresas de Euronext alcanzó en 2008 el 35,2%. Por otro lado, el peso de lo que Amadeus denomina “accionariado público disperso” (participaciones muy reducidas de accionistas que no son identificados) alcanzó para este grupo de empresas el 14% durante este año.

El peso que tienen los inversores financieros, en general, y los inversores institucionales, en particular, en el accionariado de las grandes empresas francesas se incrementa además cuando consideramos el subgrupo de las 70 principales empresas (cuadro 3.8). En este caso el peso de los inversores institucionales en el accionariado alcanza el 26,8%, y el 42% cuando consideramos el conjunto de inversores financieros (incluyendo la categoría de “bancos”). Además, el “accionariado público disperso” se eleva en este grupo hasta el 22,5%, reduciéndose notablemente el accionariado familiar directo.

Una especificidad particularmente relevante de esta nueva geografía del capital protagonizada por los inversores institucionales, radica en lo que anteriormente denominamos “efecto piraña”[34]: a pesar de que los inversores mantienen grandes participaciones colectivas en el seno de las empresas francesas, cada uno de dichos fondos tomados individualmente presenta –en general– participaciones pequeñas, tal y como podemos apreciar en los cuadros 3.7 y 3.8. En dichos cuadros podemos ver cómo el accionariado medio por inversor individual y empresa para la categoría de “fondos de inversión y pensiones” era del 2,8% en las empresas cotizadas en Euronext Paris, y del 1,2% en la submuestra de las 70 principales empresas. Cuando en lugar de los valores medios de dichas participaciones consideramos los valores medianos –menos expuestos al sesgo de los datos extremos–, las participaciones de los mencionados inversores pasan a ser respectivamente de 0,6% y 0,4%.

Cuadro 3.7: Estructura del accionariado de las grandes empresas francesas, 2008 (905 empresas cotizadas en Euronext Paris)

Categoría de inversor	Frecuencia de participaciones (por inversores individuales) en empresas	Accionariado total controlado (%)	Accionariado medio por inversor individual y empresa (%)	Accionariado mediano por inversor individual y empresa (%)
Estado	341	0,7%	1,8%	0,4%
Directivos / Empleados	-	1,1%	-	-
Familiar	1816	21,0%	14,2%	5,0%
Compañías no financieras	1846	26,3%	13,8%	3,0%
Bancos	3489	6,8%	1,8%	0,5%
Compañías de seguros	1066	2,1%	1,8%	0,5%
Fondos de inversión y pensiones	2170	6,3%	2,8%	0,6%
Private Equity firms	978	7,4%	7,4%	4,0%
Otras compañías financieras	1070	12,6%	11,4%	1,2%
Accionariado público disperso	-	14,0%	-	-
Autocartera	249	0,4%	2,8%	2,0%
Otros	102	1,4%	-	-
TOTAL	**13980**	**100%**	**-**	**-**

Fuente: Amadeus

[34] Ver apartado 2.3.2 en el capítulo 2.

Cuadro 3.8: Estructura del accionariado de las principales empresas francesas, 2008 (70 principales empresas por volumen de facturación)

Categoría de inversor	Frecuencia de participaciones (por inversores individuales) en empresas	Accionariado total controlado (%)	Accionariado medio por inversor individual y empresa (%)	Accionariado mediano por inversor individual y empresa (%)
Estado	161	4,0%	2,2%	0,4%
Directivos / Empleados	-	1,7%	-	-
Familiar	164	5,5%	5,9%	2,0%
Compañías no financieras	334	20,6%	5,8%	0,6%
Bancos	1185	15,2%	1,2%	0,4%
Compañías de seguros	349	3,3%	0,8%	0,4%
Fondos de inversión y pensiones	513	6,8%	1,2%	0,4%
Private Equity firms	242	8,4%	3,1%	0,7%
Otras compañías financieras	233	8,4%	3,3%	0,3%
Accionariado público disperso	-	22,5%	-	-
Autocartera	44	0,8%	2,3%	2,0%
Otros	15	2,8%	-	-
TOTAL	**3341**	**100%**	**-**	**-**

*Nota: puede consultarse el listado de este grupo de empresas, así como su estructura accionarial detallada, en la tabla 3.1 del anexo estadístico.
Fuente: Amadeus

En los cuadros 3.9 y 3.10 podemos observar con más detalle este tipo de estrategia accionarial. El cuadro 3.9 muestra las participaciones totales y medias de los 50 primeros inversores en el accionariado de las 70 principales empresas francesas seleccionadas en Amadeus. En este cuadro podemos observar cómo este grupo de inversores, a pesar de controlar conjuntamente el 13,5% del capital total de las principales empresas del país, mantienen participaciones medias por empresa generalmente inferiores al 1% del capital total de ésta.

En el cuadro 3.10 analizamos de forma desagregada esta estrategia accionarial para algunos de los grandes inversores institucionales que actúan en Francia (Vanguard, Teachers Insurance & Annuity Association of America, BlackRock, Sun Life Financial, Franklin, Capital Research and Management), así como para los dos principales bancos de inversión (Morgan Stanley, Goldmand Sachs). En este cuadro observamos que todos los inversores mantienen participaciones relativamente reducidas en el capital de las empresas (salvo Capital Research and Management, que es un fondo que implementa una estrategia encaminada a “batir el mercado”, como veremos a continuación).

Cuadro 3.9: Primeros 50 inversores de las principales empresas francesas, 2008 (70 principales empresas)

Inversor	Frecuencia de participaciones en empresas	Accionariado total controlado (%)	Accionariado medio por empresa (%)
NATIXIS (a través de sus fondos)	54	1,79%	2,92%
AXA (a través de sus fondos)	54	1,25%	2,04%
CRÉDIT AGRICOLE S.A. (a través de sus fondos)	54	0,93%	1,52%
FMR CORP (a través de sus fondos)	34	0,82%	2,13%
SOCIÉTÉ GÉNÉRALE (a través de sus fondos)	52	0,73%	1,23%
BARCLAYS PLC (a través de sus fondos)	48	0,60%	1,11%
MORGAN STANLEY (a través de sus fondos)	20	0,45%	1,98%
ALLIANZ SE (a través de sus fondos)	50	0,44%	0,77%
KBC GROEP NV/ KBC GROUPE SA (a través de sus fondos)	34	0,40%	1,03%
CAPITAL GROUP COMPANIES INC, (a través de sus fondos)	22	0,39%	1,56%
FRANKLIN RESOURCES, INC. (a través de sus fondos)	17	0,38%	1,95%
BNP PARIBAS (a través de sus fondos)	47	0,29%	0,55%
WELLITON MANAGEMENT CO L.L.P. (a través de sus fondos)	18	0,27%	1,33%
JP MORGAN CHASE & CO. (a través de sus fondos)	34	0,25%	0,66%
TOCQUEVILLE FINANCE SA (a través de sus fondos)	18	0,23%	1,15%
GROUPE CM-CIC (a través de sus fondos)	46	0,23%	0,44%
AVIVA PLC (a través de sus fondos)	37	0,22%	0,53%
DNCA FINANCE (a través de sus fondos)	20	0,22%	0,96%
DEUTSCHE BANK AG (a través de sus fondos)	30	0,21%	0,62%
GENERALI ASSICURAZIONI SPA (a través de sus fondos)	40	0,18%	0,39%
VAUARD GROUP, INC., THE (a través de sus fondos)	43	0,17%	0,36%
GROUPAMA HOLDI (a través de sus fondos)	25	0,17%	0,59%
UBS AG (a través de sus fondos)	31	0,16%	0,46%
HSBC HOLDIS PLC (a través de sus fondos)	43	0,16%	0,33%
FORTIS (a través de sus fondos)	34	0,15%	0,38%
INVESCO LTD. (a través de sus fondos)	18	0,15%	0,71%
SGAM COVÉA (a través de sus fondos)	39	0,14%	0,33%
DIMENSIONAL FUND ADVISORS INC (a través de sus fondos)	28	0,14%	0,44%
GOLDMAN SACHS GROUP, INC (a través de sus fondos)	23	0,14%	0,52%
BLACKROCK INC (a través de sus fondos)	17	0,12%	0,65%
JULIUS BAER HOLDI LTD (a través de sus fondos)	26	0,12%	0,42%
UNIVERSAL-INVESTMENT GESELLSCHAFT MIT BE	42	0,12%	0,26%
UNICREDIT SPA (a través de sus fondos)	27	0,11%	0,37%
APG ALGEMEEN PENSIOEN NV (a través de sus fondos)	31	0,11%	0,32%
UNION ASSET MANAG. HOLDING (a través de sus fondos)	26	0,11%	0,37%
TEACHERS INSURANCE & ANNUITY ASSOCIATION	25	0,11%	0,37%
STATE STREET CORPORATION (a través de sus fondos)	34	0,10%	0,27%
DEKABANK DEUTSCHE GIROZENTR. (a través de sus fondos)	26	0,10%	0,33%
MASSACHUSETTS MUTUAL LIFE INSURANCE COMP	16	0,10%	0,53%
POWER FINANCIAL CORP (a través de sus fondos)	20	0,09%	0,41%
SCHRODERS PLC (a través de sus fondos)	17	0,09%	0,48%
DEXIA (a través de sus fondos)	24	0,08%	0,31%
LAZARD LIMITED (a través de sus fondos)	17	0,08%	0,43%
SGAM AG2R LA MONDIALE (a través de sus fondos)	27	0,08%	0,25%
INTESA SANPAOLO (a través de sus fondos)	30	0,08%	0,22%
I GROEP NV (a través de sus fondos)	22	0,07%	0,29%
GRANTHAM, MAYO, VAN OTTERLOO & CO, LLC v	17	0,06%	0,29%
MUNICH RE GROUP (a través de sus fondos)	20	0,05%	0,23%
BANK OF NEW YORK MELLON CORPORATION	16	0,04%	0,23%
SAL OPPENHEIM JR. & CIE KGAA (a través de sus fondos)	21	0,04%	0,15%
TOTAL	**-**	**13,52%**	**-**

Fuente: Amadeus

Cuadro 3.10: Participaciones accionariales en empresas francesas de inversores institucionales significativos, 2008 (% del capital total)

	Vanguard Group	TIAAAF	BlackRock	Sun Life Financial	Morgan Stanley	Goldman Sachs	Franklin	Capital Research and Management
ACCOR	0,43	2,58			2,96		1,94	4
AIR FRANCE-KLM (AIR FRANCE)	0,22					0,42	0,18	
ALCATEL - LUCENT	0,48	0,11	0,13		2,46			
ALSTOM	0,34	0,81			3,31	0,11		
BIC SA	0,28			0,14		0,46	0,53	
BONDUELLE			1,07					
BOUYGUES	0,32	0,83	0,38			0,12		
BULL					1,48			
CANAL PLUS					3	4		
CAP GEMINI	0,47	0,38	0,54		1,04	4,98		
CARREFOUR	0,42	0,21				0,1	2,14	
CHRISTIAN DIOR SA				0,25				
DASSAULT SYSTEMES	0,25							
ELECTRICITE DE FRANCE (E.D.F.)		0,14	0,75					
ESSILOR	0,46		0,33		0,26			
FRANCE TELECOM	0,35	0,18	0,15		0,37	0,23	1,83	
GDF SUEZ				0,19				
GROUPE DANONE	0,42	1,06	0,28				1,93	
L'AIR LIQUIDE	0,5	0,37		0,8				
L'OREAL	0,2							
LAFARGE	0,37				0,43			
LAGARDERE SCA	0,48				2	0,11		
LEGRAND				2,69				
LVMH-MOET HENNES. LOUIS VUITTON	0,25			1,49				
MEETIC			1,51					
METROPOLE TELEVISION M6	0,25							
MICHELIN	0,49	0,15	0,1	0,43		0,15	1,77	7,79
PERNOD RICARD	0,4			1,01	0,79		3,87	
PEUGEOT SA (PSA)	0,32	0,23				0,29	2,49	
REMY COINTREAU				0,12				
RENAULT	0,32	0,24						5
RHODIA	0,37				3,64			5
SAFRAN	0,41							
SAINT GOBAIN	0,34					0,38		
SANOFI AVENTIS	0,38	0,13			0,24	0,35	2,13	
SCHNEIDER ELECTRIC SA	0,44	0,23		1,57	0,13	0,23		10,1
SODEXO	0,3		0,2			0,44		
TECHNIP								4
TELEVISION FRANCAISE 1 (TF1)	0,27			1,07		0,11		
THALES	0,22	0,19						
THEOLIA			5,59			0,11		
THOMSON	0,23						15	
TOTAL SA	0,44	0,2	0,44	1,06	0,16	0,23	1,08	
UBISOFT ENTERTAINMENT SA			0,27				0,84	
UNIBAIL RODAMCO	0,4	0,22					0,21	
VALEO	0,44	0,1			1,61	0,8	4,7	
VALLOUREC	0,45							5
VEOLIA ENVIRONNEMENT	0,37	0,1						9
VERITAS (C.G.G.)	0,45				2,72			
VIVENDI	0,49	0,23	0,38	0,3		0,71	2,38	4
ZODIAC	0,34				0,23			

Fuente: Amadeus

Este modelo de propiedad del capital, y las posibilidades que brinda como instrumento de control y sanción, van a ser claves para explicar los mecanismos a través de los cuales el nuevo contexto financiero afecta a las estrategias empresariales. Así, este nuevo modelo va a permitir que los inversores institucionales ejerzan un importante grado de control sobre las políticas industriales, comerciales, financieras y de gestión de la fuerza de trabajo de las sociedades francesas. Sin embargo, este control no radica tanto en los mecanismos internos tradicionalmente ejercidos por los núcleos estables de accionistas, sino en el control externo: mantener reducidas participaciones en numerosas empresas de forma simultánea posibilita la plena liquidez y la venta inmediata de dichos títulos. Los inversores pueden por tanto deshacer fácilmente sus posiciones en caso de que las empresas no satisfagan sus objetivos.

De ahí la utilización del término "efecto piraña": la actividad de un único inversor institucional no suele ser determinante para una empresa en particular, dada la pequeña magnitud de su participación; sin embargo, la actividad conjunta de los múltiples inversores institucionales que componen su capital social resulta crucial (en especial, teniendo en cuenta los "comportamientos de rebaño" de estos inversores). El tradicional rol de poder que tenía un determinado núcleo accionarial en las sociedades francesas ha dado paso al nuevo poder de las finanzas, que se ejerce de forma colectiva y en movimientos comunes de las participaciones mantenidas.

3.5- El impacto de la nueva estructura de capital sobre la gestión de las empresas francesas

3.5.1- Avance e implantación de la nueva estructura de capital

La nueva estructura de capital revisada en el apartado anterior ha determinado una adaptación progresiva de las sociedades francesas a los patrones del gobierno corporativo de la empresa.

La implementación por parte de los poderes públicos y de las empresas de las medidas que garantizan el desarrollo del gobierno corporativo se ha desarrollado con notable intensidad a lo largo de estas últimas décadas.

Tal y como pudimos ver en el gráfico 2.7 del capítulo 2, Francia es uno de los tres países europeos más avanzados en la implantación del gobierno corporativo (sólo por detrás del Reino Unido y Holanda), notablemente por encima de la media del resto de países y con una significativa progresión durante los últimos años. Entre 1999 y 2007 el índice Heidrick & Struggles, que recoge el desarrollo del gobierno corporativo en las compañías europeas, se ha incrementado en casi un 25% para el caso de las empresas francesas (Heidrick & Struggles, 2007).

Igualmente, Horvath *et al.* (2001), en un análisis comparativo sobre la evolución de los principios del gobierno corporativo en Europa, señalan el notable desarrollo de éstos en Francia ya desde la década de 1990, indicando cómo las empresas que declaraban tener en cuenta en su gestión única y exclusivamente los intereses de los accionistas (frente a las que tenían en cuenta además los intereses de otros agentes) pasaron en Francia del 22% al 36% entre 1990 y 2000. En 1998-99 el 92% de las empresas del CAC 40 habían creado ya los comités adjuntos al consejo de administración que recomendaba el primer Informe Viénot (comités de remuneración, de nominación y de auditoría), frente al 37% de 1995-96 (Charléty, 2001: 6). En el año 2000, 38 de las 100 primeras empresas del país habían adoptado ya el *International Accounting Standard* (Goyer, 2003: 3).

Subsisten no obstante durante la década de 2000 numerosas especificidades del modelo

tradicional francés, lo que hace pensar que seguramente no se esté produciendo una mera asimilación del modelo anglosajón sino una hibridación de sistemas de gestión (Jeffers y Plihon, 2001). Así, por ejemplo, en el derecho de sociedades francés aún se reconoce formalmente el "interés social" de la empresa y la necesidad de considerar dicho interés además del de los propios accionistas; los representantes sindicales de los comités de empresa tienen aún derecho a sentarse en el consejo de administración; la confusión de poderes entre presidente y director general subsiste en muchas empresas; persisten en ocasiones las dificultades para ejercer el derecho de voto o la delegación de éste para los accionistas minoritarios extranjeros; y se mantiene el derecho del voto doble[35] en muchas empresas.

Tal y como señalan algunos autores (Morin y Rigamonti, 2002; Gespach *et al*., 2005), la situación durante la primera mitad de la década de 2000 es claramente la propia de una fase de transición: mientras que por un lado siguen existiendo empresas que presentan un accionariado relativamente estable y una notable ausencia de inversores institucionales extranjeros, otras empresas reflejan una gran dilución del capital asociada a una fuerte presencia de inversores institucionales extranjeros y a un notable desarrollo de las prácticas del gobierno corporativo de la empresa. No obstante, en la segunda mitad de la década de 2000 esta transición se completa en la mayoría de las grandes empresas del país, presentando casi todas ellas una fuerte dilución del capital, una elevada presencia de inversores institucionales en su accionariado y una plena asimilación de los principios del gobierno corporativo.

3.5.2- Las políticas de los inversores institucionales en Francia

La evolución anteriormente descrita se ha traducido en la generalización de mecanismos de gestión cuyo vector fundamental es el precio de las acciones de la empresa. Así, el control bancario *ex-ante* de las estrategias empresariales, característico del periodo de 1945 a 1980[36], queda sustituido por el control *ex-post* de los mercados financieros, vinculado fundamentalmente al curso de las cotizaciones bursátiles. Este control *a posteriori* focaliza su atención en el seguimiento de una serie de ratios –tal y como se analizó en el apartado 2.3.2– que permiten evaluar el grado de cumplimiento de las exigencias de rentabilidad financiera que estos inversores demandan.

No obstante, como algunas investigaciones han puesto de manifiesto (Goyer, 2007a y 2007b; Gespach *et al*., 2005; Morin y Rigamonti, 2002), no todos los tipos de inversores institucionales que han llegado a la economía francesa a lo largo de estos últimos años desarrollan el mismo tipo de políticas accionariales. Para comprender el impacto que la nueva estructura de capital tiene sobre las estrategias empresariales es necesario observar qué tipo de inversores institucionales y con qué políticas accionariales son los que predominan en la economía francesa durante las décadas de 1990 y 2000.

Tradicionalmente los inversores institucionales se han clasificado en dos tipos (Brickley *et al*., 1988; Balling *et al*., 1998): aquellos que tienen vínculos significativos con las firmas en las cuales tienen participaciones –denominados *pressure-sensitive* por la literatura especializada–, y aquellos que tienen una relación con las empresas de las que poseen participaciones caracterizada por la ausencia de vínculos estables entre las partes

[35] El derecho francés permite a las sociedades que lo deseen inscribir en sus estatutos una cláusula otorgando derechos de voto doble a los accionistas que lleven al menos dos años en la empresa. Para un análisis más detallado, véase Chene (2008).

[36] Este control remite a la idea tradicional de "capital financiero" acuñada por Hilferding (1910), tal y como se comentó en el capítulo 1.

(*pressure-resistant*).

El primero de los grupos –*pressure-sensitive*– se caracteriza por que los inversores suelen adoptar estrategias activas de gestión, y para ello pueden llegar a adquirir paquetes accionariales significativos en las empresas (superiores al 5%). El segundo de los grupos –*pressure-resistant*– se caracteriza por estrategias de gestión pasivas e indexadas y por el hecho de que los inversores mantienen participaciones de capital muy diluidas, en torno al 0,5%-1% de una empresa.

En el primero de los grupos se incluirían los bancos y las compañías de seguros. Por otro lado, los fondos de pensiones –especialmente los fondos públicos– se sitúan en el segundo de los grupos. Los fondos de inversión pueden incluirse en uno u otro grupo en función precisamente del tipo de estrategia –activa o pasiva– con el que gestionen su cartera de negocio (Goyer, 2007b; Morin y Rigamonti, 2002).

En general, aquellos inversores institucionales sometidos a constantes retiradas de capital por parte de sus impositores, a retiradas difícilmente previsibles o bien a una determinada regulación sobre diversificación del riesgo (como los fondos de pensiones estadounidenses) suelen adoptar estrategias de tipo pasivo-indexado.

En la gestión activa la técnica desarrollada por el gestor del fondo radica en seleccionar individualmente las diversas empresas que van a entrar a formar parte de la cartera de negocio, tratando de elegir aquellas de mayor rendimiento con el objetivo de “batir el mercado”. En este caso, los fondos que siguen esta estrategia priorizan la rentabilidad de sus inversiones sobre la diversificación de su cartera, lo que les lleva a operar de forma más competitiva.

Este tipo de políticas suele dar lugar al mantenimiento de participaciones accionariales por encima de los reducidos porcentajes anteriormente mencionados (superándose generalmente el 5%, e incluso el 10%). En este caso los inversores mantienen vínculos activos de influencia y presión con las empresas adquiridas, al tiempo que manejan horizontes de valorización de sus inversiones de menor plazo incluso que el resto de inversores institucionales. Generalmente, las estrategias de gestión activas buscan adquirir posiciones de dominio en empresas infravaloradas por el mercado bursátil, pero que sin embargo tendrían capacidad de mejorar su rentabilidad a corto plazo tras una serie de reestructuraciones internas.

Los fondos de algo riesgo, o *hedge funds*, constituyen el caso paradigmático de este tipo de gestión activa encaminada a “batir el mercado” y obtener elevadas rentabilidades a muy corto plazo. Para ello, y dado que los *hedge funds* son una categoría de fondos muy desregulados, siguen estrategias de inversión muy agresivas, utilizando técnicas (como el apalancamiento financiero o las ventas al descubierto) no permitidas para otros inversores institucionales.

En el segundo tipo de gestión, la pasiva o indexada, el gestor del fondo organiza la cartera de negocio siguiendo algún índice de referencia internacional, pero no participa activamente ni en la selección de la cartera ni en la gestión de las empresas participadas. En este caso los inversores institucionales se limitan a replicar el peso de un determinado índice bursátil en la selección de su cartera de títulos accionariales, de forma que la evolución de sus cotizaciones no haga sino replicar la evolución del índice en cuestión. Este tipo de gestión prioriza por tanto la diversificación de la cartera de negocio sobre el objetivo de “batir el mercado”.

Esta gestión pasivo-indexada es la que tradicionalmente han desarrollado los fondos de pensiones norteamericanos, debido a las reglamentaciones de este sector en EEUU. Horan (1998) muestra, en un estudio desarrollado con datos de 1.300 inversores internacionales,

cómo los activos de los fondos de pensiones gestionados de manera indexada son siete veces más importantes que los gestionados de manera activa. Esta diferencia se eleva a treinta y ocho veces en el caso de acciones internacionales.

Montagne y Sauviat (2001a) señalan además que desde la década de 1990 se ha producido una tendencia creciente por parte de los inversores institucionales a recurrir a políticas accionariales indexadas (no sólo por parte de los fondos de pensiones, sino también de los fondos de inversión y de las compañías de seguros). Así, el desarrollo en EEUU de los planes de pensiones de contribución definida (particularmente bajo los regímenes 401k), junto con la creciente delegación en *mutual funds* para gestionar dichos planes y la permanente dificultad de batir el mercado[37] han generalizado entre los fondos de inversión estadounidenses las políticas de tipo pasivo o indexado, acercándose con ello a los fondos de pensiones. Además, los costes de gestión de una estrategia indexada son notablemente menores y difícilmente se le puede reprochar una "mala gestión" a la entidad gestora en caso de pérdidas.

Tal y como podemos ver en el cuadro 3.11, a finales de la década de 1990, una vez que se consuma la apertura de la economía francesa al capital extranjero, son precisamente los grandes fondos de inversión estadounidenses los que tienen una mayor presencia en el accionariado de las empresas francesas: de los 33 inversores financieros que acumulan un mayor valor en acciones de empresas francesas, 18 son fondos de inversión estadounidenses (y 8 de ellos están entre los 10 primeros inversores).

El desplazamiento masivo en las últimas décadas de buena parte del ahorro de los hogares norteamericanos hacia los fondos de inversión ha contribuido también a generalizar entre éstos las políticas de gestión indexadas y pasivas. Así, la popularización de estas formas de ahorro ha empujado a los fondos de inversión a tener que hacer frente, cada vez en mayor medida, a órdenes de venta inmediatas de sus clientes, obligando a que la liquidez de sus activos sea muy elevada y reduciendo los horizontes de valorización de los títulos. Según Montagne y Sauviat (2001a: 48), el periodo de mantenimiento de una participación por estas instituciones se sitúa entre los 6 meses y los dos años. Además, en torno a un cuarto de los fondos de inversión renuevan totalmente su cartera de negocio al cabo del año. Este intenso ritmo de renovación de las carteras de negocio ha llevado a algunos autores a utilizar el concepto de "capital impaciente" (Hall y Soskice, 2001; Goyer, 2007b). Los fondos de pensiones presentan plazos de mantenimiento de las participaciones situados entre los dos y cuatro años (Montagne y Sauviat, 2001a: 48).

En resumen, dos son las características que sobresalen en este rápido análisis de las políticas accionariales de los inversores institucionales: la primera es el predominio de la gestión pasiva e indexada, que garantiza el sistema de control externo de las estrategias de la empresa vía mercado financiero, y el "voto con los pies" como política de castigo en caso de que la rentabilidad financiera no sea la esperada. La segunda característica –consustancial en parte a la primera– radica en el fuerte carácter cortoplacista de dicha gestión, ilustrado por el aumento de rotación de las acciones de la bolsa de París. La ratio de acciones intercambiadas con relación a la capitalización bursátil de la bolsa de París pasó entre 1989 y 2008 del 35,2% al 153,1%, tal y como podemos apreciar en el gráfico 3.7.

[37] Véase en este sentido el trabajo de Froud *et al.* (2000a), quienes muestran cómo la mayor parte de las empresas británicas a finales de los años noventa se situaban con un EVA ligeramente positivo pero muy próximo a cero, demostrando con ello que no todas las empresas pueden batir simultáneamente el mercado.

Cuadro 3.11: Los inversores extranjeros más activos en Francia, 1998

SOCIEDAD	PAÍS DE ORIGEN	Total de acciones en propiedad (millones de euros)	Naturaleza del inversor
Fidelity	Estados Unidos	4.700,00	Fondo de inversión
Franklin Templeton	Estados Unidos	4.087,60	Fondo de inversión
Capital Research Manag.	Estados Unidos	3.276,20	Fondo de inversión
TIAA-CREF	Estados Unidos	2.143,30	Fondo de pensiones
T-Rowe Price Associates	Estados Unidos	2.128,00	Fondo de inversión
Merrill Lynch	Estados Unidos	1.867,80	Banco
Deustche Bank	Alemania	1.852,40	Banco
Putnam	Estados Unidos	1.653,40	Fondo de inversión
Janus	Estados Unidos	1.485,00	Fondo de inversión
Dresdner Bank	Alemania	1.362,50	Banco
Schroder	Reino Unido	1.301,30	Fondo de inversión
UBS	Suiza	1.163,50	Banco
CalPERS	Estados Unidos	1.148,20	Fondo de pensiones
Scudder	Estados Unidos	995,1	Fondo de inversión
Deka	Alemania	979,8	Banco
SBS	Suiza	964,5	Banco
Amvescap	Estados Unidos	949,2	Fondo de inversión
DWS	Alemania	933,9	Banco
Degel	Alemania	872,6	-
Sanford Berstein	Estados Unidos	673,6	Fondo de inversión
Commerzbank	Alemania	643	Banco
Harbor	Estados Unidos	643	Fondo de inversión
Lazard	Estados Unidos	627,7	Banco
Morgan Stanley	Estados Unidos	612,4	Banco
Vanguard	Estados Unidos	597,1	Fondo de inversión
Adig	Alemania	581,8	Banco
Allianz Kapital	Alemania	566,4	Compañía de Seguros
Batterymarch	Estados Unidos	551,1	Fondo de inversión
Dean Witter	Estados Unidos	551,1	Fondo de inversión
IDS	Estados Unidos	535,8	Fondo de inversión
Mass Mutual Life Insurance	Estados Unidos	520,5	Compañía de Seguros
Investors Research	Estados Unidos	520,5	Fondo de inversión
Grantham	Estados Unidos	489,9	Fondo de inversión

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

Gráfico 3.7: Acciones negociadas en la Bolsa de París, 1989-2010
(*Turnover ratio*, %)

* Nota: El indicador *turnover ratio* se define como el valor total de las acciones negociadas durante un año, dividido por la capitalización media de dicho año.
Fuente: Banco Mundial, *World Development Indicators*.

Ambas características se traducen en una profunda modificación del marco de gestión al que tradicionalmente se han visto enfrentadas las empresas francesas. Este nuevo marco garantizará la primacía de las estrategias de maximización del valor bursátil por encima de otros posibles objetivos empresariales, con los consiguientes costes en términos de inversión, crecimiento y empleo, tal y como veremos en capítulos posteriores.

Las decisiones estratégicas y operacionales han quedado subordinadas así a la preeminencia de los objetivos financieros de la empresa, al tiempo que el análisis financiero ha irrumpido con enorme fuerza en la escena francesa de la mano de conocidas consultoras internacionales (Arthur Andersen, BCG, Braxton, McKinsey, Stern & Stewart, etc.). Este análisis va a insistir en la relevancia del vínculo directo que existe entre los indicadores externos de la empresa (capitalización bursátil, tasas de retorno, dividendos...) y los indicadores internos (*cash flows* actualizados). De cara a incrementar el valor accionarial para los accionistas, la empresa debe buscar la maximización de los flujos internos actualizados para cada unidad de negocio, aún a costa de implementar estrategias cortoplacistas no necesariamente sostenibles.

RESUMEN

A lo largo de este capítulo hemos analizado las transformaciones de la inserción financiera de la economía francesa en la economía mundial, observando cómo las contrarreformas neoliberales –en particular las privatizaciones, la apertura externa y la liberalización financiera– han posibilitado la masiva entrada de inversores institucionales en el accionariado de las grandes empresas del país. Esta ruptura del modelo tradicional francés de propiedad accionarial ha supuesto la implantación de un nuevo patrón de gestión en las principales empresas del país –el gobierno corporativo–, que va a determinar, gracias al

poder de control que proporcionan los mercados bursátiles, una profunda modificación de las estrategias empresariales. De hecho, y como veremos en los siguientes capítulos, el nuevo contexto financiero en el que se inserta la economía francesa va a afectar a las estrategias de inversión, de definición del perímetro empresarial y de gestión de la fuerza de trabajo, que van a verse supeditadas en todo momento al objetivo de maximizar la rentabilidad financiera.

Segunda parte: Financiarización de las estrategias empresariales en Francia

Capítulo 4 Financiarización de las estrategias de inversión empresarial: la desconexión entre la rentabilidad económica y la acumulación de capital

4.1- Transformación de las modalidades de financiación de las empresas

- **4.1.1- Financiación interna o autofinanciación**
- **4.1.2- El endeudamiento bancario**
- **4.1.3- La emisión de acciones**

4.2- La ralentización de la acumulación de capital fijo

4.3- Intereses, dividendos y recompras de acciones: los pagos a los mercados financieros

- **4.3.1- El pago de intereses de las sociedades no financieras**
- **4.3.2- Los dividendos distribuidos por las sociedades no financieras**
- **4.3.3- Las recompras de acciones propias**
- **4.3.4- Financiarización y transferencia de recursos a los mercados financieros**

4.4- Inversión productiva e inversión financiera: el "efecto desplazamiento"

4.5- La desconexión entre la rentabilidad económica y la acumulación de capital: una nueva realidad del periodo neoliberal.

- **4.5.1- El incremento del beneficio no invertido**
- **4.5.2- Financiarización y mundialización de la producción**
- **4.5.3- Los instrumentos de recuperación de la rentabilidad**

La idea de la gestión empresarial –o *management*, en inglés– como una actividad específica, hasta cierto punto ajena a la propiedad de la empresa, es relativamente reciente en la literatura económica. En numerosas ocasiones se toma la fecha de la publicación del libro de Peter Drucker *The Practice of Management* (1954) como el nacimiento del concepto de *management*. Desde entonces, y hasta bien entrada la década de los ochenta, autores como Chandler (1966) o Porter (1980, 1985) desarrollaron lo que se ha dado en llamar la "estrategia clásica" de la empresa: la estrategia empresarial se concebía como la búsqueda de una determinada interacción entre la firma y el mercado en el marco de una industria concreta, entendida ésta –de forma completamente ortodoxa– como un grupo de empresas que utilizan una tecnología similar para desarrollar productos que compiten entre sí. Esta concepción situaba en la búsqueda de la "ventaja competitiva" (Porter, 1980, 1985) el corazón de la estrategia empresarial, ventaja que podía ser alcanzada apoyándose en las fortalezas internas de la empresa y mediante una corrección de sus debilidades. Esta caracterización de la estrategia empresarial era deudora del periodo en el que se formaron –durante las décadas de 1950 y 1960– los grandes conglomerados industriales, en un contexto de mercados internacionales crecientemente competitivos y saturados, ascenso de la rentabilidad empresarial y fuerte crecimiento económico. Sin embargo, esta concepción quedó rápidamente superada una vez que se consolidó –primero en EEUU y luego en Europa– el ascenso del neoliberalismo y el resurgimiento del capital financiero.

La liberalización de los mercados financieros y bursátiles, el auge de nuevos agentes financieros y el redespliegue del capital financiero internacional se han traducido –como ya hemos visto en los capítulos 2 y 3– en el surgimiento de un nuevo modelo de gestión empresarial: el gobierno corporativo de la empresa. Este modelo de gestión lleva asociados cambios en las estrategias empresariales, cuya comprensión difícilmente puede ser abordada desde la estrategia clásica concebida por Drucker (1954), Chandler (1966) y Porter (1980, 1985). En el nuevo contexto de la financiarización surgido en los años ochenta, la búsqueda de la ventaja competitiva en los mercados de productos queda parcialmente desdibujada por la concreción que toman las distintas estrategias encaminadas a incrementar el valor accionarial de la empresa, como veremos a lo largo de este capítulo y del capítulo 5.

El papel que juegan los inversores financieros en el capital accionarial de las empresas francesas ha imprimido nuevas transformaciones en el capitalismo contemporáneo, al menos en la dimensión relativa a las estrategias de las grandes empresas no financieras. Además, estas transformaciones se sitúan bajo la hegemonía del capital financiero, tal y como ya sucediera en las primeras décadas del siglo XX.

En este capítulo analizaremos estas transformaciones. En particular, nos centraremos en el impacto que el contexto económico descrito en los capítulos 2 y 3 ha tenido en las estrategias de inversión de las empresas no financieras, cuestión fundamental para explicar la creación de empleo y el crecimiento salarial en el tejido productivo. Para ello, y como plantea Krippner (2005), será necesario estudiar cómo y dónde se generan los beneficios para, posteriormente, interrogarse por el uso que se les da a estos. Del mismo modo, resulta crucial analizar las distintas fuentes de financiación que –en este contexto de sobreabundancia de capitales– pueden explicar la evolución de la inversión. Dejamos para el capítulo 5 el análisis de las estrategias de crecimiento externo.

Para abordar el objetivo señalado estudiaremos las cuentas nacionales de las sociedades no financieras. En primer lugar, analizaremos la transformación de las modalidades de financiación de las empresas francesas, con la intención de analizar si dichos cambios en la financiación tienen algún vínculo con la evolución de la formación bruta de capital fijo. En

segundo lugar, revisaremos la ralentización a lo largo de estas últimas décadas de la inversión empresarial. De cara a explicar esta ralentización revisaremos, en tercer y cuarto lugar respectivamente, cómo se ha producido un significativo incremento de los pagos de las sociedades no financieras a los mercados financieros y, también, cómo estas sociedades han ido modificando progresivamente el tipo de activos en los que invertían (volcándose de forma progresiva en la compra de activos financieros). Finalmente, el quinto apartado abordará la desconexión que se ha dado en la economía francesa durante estas últimas décadas entre la recuperación de la rentabilidad económica y la ralentización de la acumulación de capital.

4.1- Transformación de las modalidades de financiación de las empresas

Cuando analizamos las fuentes de financiación de una empresa podemos distinguir entre financiación interna o externa. La primera es la autofinanciación y está constituida por aquellas fuentes que han sido generadas por la propia actividad empresarial. La autofinanciación tiene dos componentes: provisiones para la depreciación del capital y beneficios que pasan a formar parte de las reservas de la empresa. La financiación externa también posee dos componentes: el endeudamiento (que puede ser por la vía del préstamo bancario o de la emisión de títulos de deuda en los mercados financieros), y la emisión de acciones. Estas diversas fuentes de financiación –interna y externa– financian la inversión productiva (nuevo capital real) así como el crecimiento de los activos monetarios y financieros (incluida la compra de acciones).

Además, a la hora de analizar la estructura financiera de una empresa uno puede fijarse también en las categorías netas. En tal caso, de la emisión de acciones realizada por la empresa se debería restar la compra de acciones de otros agentes; análogamente, del endeudamiento contraído por la empresa habría que restar también la compra de otros activos financieros distintos a las acciones.

Desde finales de los años setenta, y como consecuencia del proceso de desreglamentación de los mercados financieros descrito en anteriores capítulos, las empresas francesas han experimentado tres rupturas significativas en lo que a sus fuentes de financiación se refiere (Clevenot y Mazier, 2005; Firmin, 2008; Plihon, 2004): en primer lugar, se ha producido un significativo aumento de la autofinanciación; en segundo lugar, las empresas han experimentado un notable retroceso de su endeudamiento bancario; por último, se observa un fuerte incremento de las emisiones de acciones.

4.1.1- Financiación interna o autofinanciación

La recuperación de los márgenes de explotación con relación al valor añadido experimentada por las sociedades francesas desde comienzos de los años ochenta –tal y como se puede observar en el gráfico 4.1–, a niveles incluso superiores a los de antes de la crisis de los setenta, ha llevado a un incremento de los fondos propios de estas empresas[38]. Así, esta recuperación se ha traducido en un aumento de la tasa de autofinanciación[39], tal y

[38] Definimos el margen bruto de explotación con relación al valor añadido como la ratio que relaciona el excedente bruto de explotación (EBE) y el valor añadido bruto (VAB). Como puede comprobarse, esta ratio no es idéntica a lo que habitualmente se entiende por "margen de explotación" (que suele presentar en el denominador la cifra de ventas). La contabilidad nacional francesa define la ratio EBE/VAB como *Taux de marge*, siendo éste un indicador de uso muy habitual. Dado que la contabilidad nacional española no utiliza habitualmente este indicador, la traducción no resulta fácil, por lo que adoptamos la de "margen bruto de explotación" por resultar conceptualmente la más próxima y apropiada.

[39] La tasa de autofinanciación de las sociedades no financieras se define como el ahorro bruto dividido por la

como podemos observar en el gráfico 4.2.

La tasa de autofinanciación de las sociedades no financieras se mantuvo en torno al 60% hasta la llegada de la crisis de los años setenta. La salida de la crisis va acompañada de una fuerte recuperación de la tasa de autofinanciación, que se sitúan en niveles históricamente muy elevados, por encima del 80%, hasta llegar al 98,5% en el año 1998, fecha a partir de la cual comienza un paulatino descenso.

Gráfico 4.1: Margen bruto de explotación de las SNF, 1949-2009
(EBE/VAB)

Fuente: INSEE, *Comptes nationaux, Compte des sociétés non financières*.

Gráfico 4.2: Tasa de autofinanciación de las SNF, 1949-2009
(ahorro bruto/FBKF)

Fuente: INSEE, *Comptes nationaux, Compte des sociétés non financières*.

No obstante, este fuerte incremento de la tasa de autofinanciación, hasta situarse en

formación bruta de capital fijo. El ahorro bruto se corresponde en la contabilidad nacional francesa con el ingreso disponible bruto del que disponen las empresas.

niveles históricamente desconocidos en Francia, no se corresponde –tal y como podemos apreciar en el gráfico 4.3– con un aumento del ahorro bruto a niveles superiores a los de antes de la crisis. En el gráfico 4.3 podemos ver cómo el ahorro sobre el excedente bruto de explotación, y sobre el valor añadido, vuelven a situarse en los años ochenta y noventa en un valor similar al de los años cincuenta y sesenta. Parece que es por tanto el descenso del denominador de la tasa de autofinanciación –es decir, la ralentización de la formación bruta de capital fijo– lo que explicaría su excepcional nivel durante las últimas décadas. Más adelante, en el segundo apartado de este capítulo, nos detendremos en esta ralentización de la inversión productiva.

Gráfico 4.3: Ahorro bruto de las SNF, 1949-2009
(% del EBE y % del VAB)

Fuente: INSEE, *Comptes nationaux, Compte des sociétés non financières*.

Gráfico 4.4: Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación de las SNF, 1949-2009 (% del EBE)

Nota: Cuando los valores son positivos (+) las SNF presentan capacidad de financiación, mientras que cuando los valores son negativos (-) las SNF presentan necesidad de financiación.
Fuente: INSEE, *Comptes nationaux, Compte des sociétés non financières*.

Como consecuencia de este fuerte incremento de la tasa de autofinanciación, las necesidades de financiación de las empresas francesas se redujeron notablemente durante la segunda mitad de los años ochenta y la década de los noventa, como podemos ver en el gráfico 4.4. Observamos en este sentido una ruptura importantísima con relación a las décadas de 1950 y 1960: durante esos años las necesidades financieras de las empresas francesas se situaban en torno al 40% del excedente bruto de explotación. Estas necesidades se redujeron rápidamente con la llegada del giro neoliberal, hasta situarse en el 8,1% en 1986. Se alcanza incluso la sorprendente –y poco sostenible– situación de que durante algunos años de la década de los noventa las sociedades no financieras tienen capacidad de financiación positiva[40].

La mitad de la década de los ochenta marca por tanto una ruptura de enorme calado en lo que a las capacidades de autofinanciación de las empresas se refiere. Esta ruptura también se va a producir en la estructura de financiación externa de las empresas.

4.1.2- El endeudamiento bancario

La evolución seguida por la deuda en el pasivo de las sociedades no financieras no resulta evidente a primera vista. Así, diversas medidas del endeudamiento de las sociedades coexisten y no todas proporcionan la misma imagen (Guillaumin, 2009). El análisis que se puede hacer a partir de los datos de la contabilidad nacional de las sociedades no financieras define dos medidas potencialmente interesantes:

- La deuda financiera bruta, que contabiliza los títulos de deuda, las obligaciones y el conjunto de los créditos bancarios contraídos con el sector financiero de la economía.

- La deuda bruta no consolidada, que contabiliza el conjunto de las deudas presentes en el pasivo de las empresas no financieras: la deuda financiera bruta, pero también los créditos acordados con otros agentes no financieros (especialmente las deudas contraídas con otras empresas no financieras).

En el gráfico 4.5 podemos ver estas dos dimensiones de la deuda contraída por las empresas. Observamos cómo la evolución de estas dos distintas medidas del endeudamiento empresarial se ha mantenido paralela hasta principios de los años noventa, momento en el cual se ha producido una fuerte diferenciación entre ellas. A partir de esas fechas, la deuda financiera bruta ha permanecido en torno al 110% del valor añadido, mientras que la deuda bruta no consolidada ha experimentado un fuerte crecimiento, superando el 200% del valor añadido. Esta creciente diferencia entre la deuda financiera bruta de las empresas y la deuda bruta no consolidada responde fundamentalmente al fuerte crecimiento experimentado por el endeudamiento intra-grupo, característico del proceso de financiarización de las estrategias empresariales (Lapavitsas, 2009a).

[40] Esta situación no se ha limitado a las sociedades francesas. Un informe de la OCDE (2007a) mostraba cómo las empresas no financieras del resto de países desarrollados también han ido pasando a posiciones prestamistas.

Gráfico 4.5: Endeudamiento de las SNF, 1978-2009,
(stocks, % del VAB)

Fuente: INSEE, *Comptes nationaux, Comptes financiers des SNF*

Desagreguemos no obstante un poco más nuestro análisis, para analizar con más detenimiento la modificación de los patrones de endeudamiento de las sociedades francesas.

La deuda financiera bruta está compuesta por dos grandes partidas en el pasivo de las empresas: los préstamos contraídos con instituciones financieras, por un lado y, por otro, la emisión de títulos de deuda en los mercados financieros. Estos dos componentes de la deuda financiera bruta han experimentado un comportamiento opuesto a lo largo de las últimas décadas, tal y como podemos observar en el gráfico 4.6. Así, el crédito bancario, cuya proporción equivalía al 99% del valor añadido bruto en 1991, ha ido recortando sensiblemente su peso en el pasivo empresarial hasta situarse en el 71,6% del valor añadido en 2004. Posteriormente, vemos como experimenta de nuevo un crecimiento entre esa fecha y 2009.

Por otro lado, la deuda contraída por las sociedades no financieras en los mercados de capitales de forma desintermediada, es decir mediante la emisión de obligaciones y otros títulos, ha experimentado un fuerte incremento en estas últimas décadas: mientras que en 1981 su valor con respecto al valor añadido bruto se situaba por debajo del 10%, al final del periodo analizado éste alcanzaba casi el 40%. Este crecimiento del endeudamiento contraído con los mercados de capitales en forma de emisiones de deuda ha compensado la reducción del endeudamiento bancario, de forma que la deuda financiera bruta se ha mantenido, más allá de los ciclos de endeudamiento (1987-1991 y 1999-2009) y desendeudamiento (1992-1998), relativamente estable.

Sin embargo, cuando analizamos el tercer componente de la deuda contraída por las sociedades no financieras –la deuda con otros agentes no financieros, tanto nacionales como extranjeros– podemos observar cómo esta partida ha experimentado una verdadera explosión a lo largo de las últimas dos décadas. Así, este notable crecimiento de la deuda intra-grupo explicaría el fuerte crecimiento, como ya se ha comentado, de la deuda bruta no

consolidada de las empresas.

Gráfico 4.6: Componentes de la deuda financiera bruta y de la deuda bruta no consolidada, SNF, 1978-2009, (stocks, % del VAB)

Fuente: INSEE, *Comptes nationaux, Comptes financiers des SNF*

Al estudiar la evolución de cualquier forma de financiación empresarial conviene no olvidar, tal y como se planteaba en la introducción de este apartado, que podemos adoptar dos puntos de vista para hacerlo. El primero de ellos, el seguido hasta ahora, es analizar el peso que las diversas fuentes de financiación tienen sobre la actividad empresarial atendiendo únicamente a la información recogida en el pasivo.

Sin embargo, podemos adoptar un segundo punto de vista que consistiría en analizar la importancia relativa de las fuentes de financiación en términos netos, es decir, deduciendo del pasivo aquellos títulos análogos que se encuentran en el activo empresarial. De este modo, cuando analizamos le evolución del endeudamiento empresarial desde una perspectiva neta debemos restar al endeudamiento contraído los créditos otorgados por las sociedades no financieras.

En el gráfico 4.7 analizamos la importancia que en el seno de las sociedades no financieras tienen los créditos recibidos y concedidos. Así, podemos observar cómo tanto los créditos totales recibidos (provenientes de instituciones financieras y de otras sociedades no financieras), como los créditos totales concedidos por las sociedades no financieras han experimentado un crecimiento paralelo durante este periodo. La caída de los créditos netos de las sociedades no financieras (la resta entre créditos totales en el pasivo, menos créditos en el activo) obedece íntegramente a la fuerte disminución experimentada por el crédito proveniente de las instituciones financieras (ya comprobado también en el gráfico 4.6).

En este sentido sí podríamos hablar, tal y como plantea Plihon (2004), del paso de una “economía de endeudamiento” (basada en el préstamo bancario como principal vía de financiación de las sociedades no financieras) a una “economía de fondos propios”.

Gráfico 4.7: Créditos en el activo y en el pasivo de las SNF, 1978-2009, (stocks, % del VAB)

Fuente: INSEE, *Comptes nationaux, Comptes financiers des SNF*

4.1.3- La emisión de acciones

El peso relativo que tienen las acciones propias en el pasivo de las sociedades no financieras no ha hecho sino aumentar a lo largo de las últimas décadas, tal y como podemos observar en el gráfico 4.8. En este gráfico representamos la proporción de las distintas fuentes de financiación en el pasivo total.

En 1978 el peso de las acciones emitidas se situaba en torno al 40% del pasivo empresarial, mientras que en 2009 esa proporción superaba el 60%. Además, como ya sabemos y como se puede volver a comprobar en el gráfico 4.8, paralelamente también se ha incrementado la financiación mediante la emisión de títulos de deuda en los mercados de capitales, así como mediante el endeudamiento con agentes no financieros. El incremento de estas partidas del pasivo se ha llevado a cabo a costa del fuerte descenso experimentado por el endeudamiento con las instituciones financieras.

Gráfico 4.8: Proporción de las distintas fuentes de financiación de las SNF, 1978-2009 (stocks, % del pasivo total)

Fuente: INSEE, *Comptes nationaux, Comptes financiers des SNF*

Ahora bien, en este análisis conviene tener en cuenta varios elementos: en primer lugar, el análisis de las fuentes de financiación del pasivo empresarial registrado en el gráfico 4.8 es un análisis relativo, es decir, se muestra la composición proporcional de dicho pasivo. Eso quiere decir –aunque no sea el caso en esta ocasión– que podría haber fuentes de financiación cuyo peso relativo disminuyese en el pasivo empresarial, pero cuya importancia para la empresa en relación al valor añadido generado (gráficos 4.5, 4.6 y 4.7) se mantuviese o incluso creciese. Esto se debe al fuerte crecimiento que han experimentado todas las partidas del pasivo, cuyo valor conjunto se ha incrementado notablemente con relación a la propia actividad empresarial.

En segundo lugar, el gráfico 4.8 refleja la evolución de las distintas partidas en términos brutos, no netos (tal y como antes vimos con el endeudamiento). Pero además, en tercer y último lugar, cuando analizamos la evolución del peso de las acciones en el pasivo empresarial utilizando para ello las cuentas financieras en stock y no en flujo, nos enfrentamos al problema de que el valor por el que se registran dichas acciones es el valor de mercado de cada año y no su valor de adquisición. Eso nos lleva a que no sea posible distinguir, a partir de las cuentas financieras en stock, el "efecto precio" del "efecto volumen" en el pasivo de las sociedades no financieras.

Por tanto, si queremos tener una imagen más fiel de la importancia que para la empresa tiene la financiación por la vía de la emisión de acciones, es necesario, igual que ya hicimos con el endeudamiento financiero, realizar el análisis en términos netos y no brutos. Además, en esta ocasión tenemos que tener en cuenta los flujos anuales de emisiones, y no el stock acumulado. En el gráfico 4.9 se muestran los resultados de este análisis.

En ese gráfico podemos ver cómo durante los últimos treinta años las sociedades francesas no sólo han emitido un monto creciente de acciones con relación al valor añadido, sino que también la compra de acciones ha experimentado un fuerte crecimiento. De hecho, este movimiento paralelo de las emisiones y la adquisición de acciones ha llevado a que las emisiones netas no hayan experimentado un crecimiento significativo durante el periodo. Es más, en algunos años de este periodo, como a finales de la década de los años ochenta o a finales de los noventa, las emisiones netas han sido negativas. Esto significa que durante estos años la bolsa no financiaba a las empresas, sino, al revés, eran éstas las que compraban más activos bursátiles de los que colocaban en los mercados. Además, la emisión neta de acciones ha ido cobrando una creciente volatilidad a partir de los años ochenta.

Gráfico 4.9: Emisión de acciones de las SNF, 1978-2009

(flujos anuales, % del VAB)

Fuente: INSEE, *Comptes nationaux, Comptes financiers des SNF*

Como hemos visto a lo largo de las líneas anteriores, las fuentes de financiación de las sociedades no financieras se han alterado sustancialmente durante estos últimos treinta años (De Boissieu, 2004; Lapavitsas, 2009a y 2010). Las empresas han adquirido la capacidad de financiarse de forma crecientemente independiente, reforzando su autofinanciación, disminuyendo su endeudamiento bancario y obteniendo crecientes fondos en los mercados de capitales (vía emisiones de deuda, y no tanto mediante emisiones netas de acciones).

¿Cómo ha afectado esta profunda ruptura de los mecanismos tradicionales de financiación a la inversión empresarial en las sociedades francesas? Aparentemente, el paso de una "economía de endeudamiento" a una "economía de fondos propios" debiera haberse traducido en mayores márgenes de maniobra empresarial y en un fortalecimiento de la inversión empresarial.

4.2- La ralentización de la acumulación de capital fijo

Uno de los elementos más significativos del comportamiento de las sociedades francesas durante estas últimas décadas viene dado por la ralentización de la acumulación de capital fijo. Tal y como podemos observar en el gráfico 4.10, la tasa de inversión de las sociedades no financieras, que se situaba en torno al 22-24% durante los años sesenta y principios de los setenta, pasa a situarse por debajo del 20% durante los años ochenta y noventa. A partir del año 2002 parece que dicha tendencia se invierte parcialmente, produciéndose una ligera recuperación de dicha tasa hasta la crisis de 2008-09. Por otro lado, a partir de los años ochenta la evolución de la tasa de inversión de las empresas se vuelve más inestable y más pro-cíclica.

El gráfico 4.10 compara además esta tasa de inversión con el margen bruto de explotación del gráfico 4.1 y con la tasa de ahorro del gráfico 4.3. En dicha comparación podemos apreciar cómo a partir de 1980 se produce una importante recuperación tanto del margen bruto de explotación como de la tasa de ahorro de las sociedades no financieras, que no se traduce sin embargo en una restitución de la tasa de inversión.

No obstante, la evolución de la tasa de inversión de las empresas no tiene por qué reflejar necesariamente una variación en el comportamiento inversor de éstas, en la medida en que aumente el valor añadido generado por la empresa más rápidamente que la formación bruta de capital fijo. Así, tiene sentido tratar de evaluar el comportamiento inversor de las empresas a través de otros indicadores.

La tasa de acumulación ha sido tradicionalmente utilizada desde la perspectiva de la Economía Política como un buen indicador del comportamiento inversor[41]. En el gráfico 4.11 podemos observar cómo esta tasa, al igual que la tasa de inversión, experimenta en las sociedades no financieras una tendencia decreciente –más allá de los movimientos asociados al ciclo económico– durante las últimas tres décadas.

Otro indicador que podemos utilizar para evaluar el comportamiento inversor de las sociedades no financieras francesas es la tasa de crecimiento de la formación bruta de capital fijo. En el gráfico 4.12 podemos observar la evolución de dicha tasa. De nuevo, se comprueba su tendencia decreciente, especialmente a partir de principios de los años ochenta, así como su creciente volatilidad. Además, en el gráfico 4.13 representamos el crecimiento anual acumulado de la formación bruta de capital fijo. Observamos cómo el retroceso de dicha tasa entre el periodo de posguerra y el periodo neoliberal es muy significativo.

[41] La tasa de acumulación se define como el cociente entre la inversión y el stock de capital fijo.

Gráfico 4.10: Margen bruto de explotación, tasa de ahorro y tasa de inversión de las SNF, 1949-2009 (% del VAB)

* Tal y como se vio en los gráficos 4.1 y 4.3, el margen bruto de explotación se define como la ratio EBE/VAB y la tasa de ahorro como la ratio ahorro bruto/VAB. La tasa de inversión viene dada por la ratio FBKF/VAB.
Fuente: INSEE, *Comptes nationaux, Compte des sociétés non financières*.

Gráfico 4.11: Tasa de acumulación de las SNF, 1978-2009
(FNKF/Stock de capital fijo neto, %)

* La tasa de acumulación se define aquí como la formación neta de capital fijo entre el stock de capital fijo neto. Se ha restado por tanto la depreciación en nuestros cálculos.
Fuente: INSEE, *Comptes nationaux, Compte des sociétés non financières* y *Compte de patrimoine des SNF.*

Gráfico 4.12: Evolución de la FBKF real de las SNF, 1949-2009
(tasa de crecimiento anual, %)

* La tasa de crecimiento anual y el crecimiento anual acumulado de la FBKF se calcula en los gráficos 4.12 y 4.13 en términos reales, es decir, restando el efecto de la inflación.
Fuente: INSEE, *Comptes nationaux, Compte des sociétés non financières*.

Gráfico 4.13: Crecimiento anual de la FBKF real de las SNF, 1950-2009
(crecimiento anual acumulado, %)

Fuente: INSEE, *Comptes nationaux, Compte des sociétés non financières*.

A la luz de los gráficos anteriores podemos concluir que se ha producido una significativa ralentización de la acumulación de capital fijo en las empresas no financieras francesas[42]. No obstante, esta ralentización presenta un notable contraste con la recuperación de la ratio EBE/VAB, de la tasa de ahorro y de la tasa de autofinanciación, tal y como se vio en los gráficos 4.1, 4.2 y 4.3. Asistimos por tanto a una situación difícilmente explicable desde la economía ortodoxa: la recuperación de la tasa de ahorro y de la autofinanciación empresarial no se han traducido en un restablecimiento análogo de la tasa de inversión.

De hecho, no sólo la economía ortodoxa se enfrenta a un desafío a la hora de explicar este comportamiento. También la economía heterodoxa. En este sentido, cabe hacerse dos preguntas de gran relevancia para entender el papel que las finanzas desempeñan en el nuevo esquema de funcionamiento empresarial francés y, con ello, en la dinámica laboral y salarial. En primer lugar, lo que Stockhammer (2006: 197) llama la "cuestión marxista" –¿por qué las empresas no reinvierten sus beneficios?–, puesto que tanto Marx como el resto de los clásicos dieron por hecho que los beneficios serían reinvertidos en la dinámica capitalista (al menos en una proporción significativa). En segundo lugar, lo que este mismo autor denomina la "cuestión kaleckiana" –¿cómo pueden conseguirse elevados beneficios a partir de reducidos gastos de inversión?–, puesto que de acuerdo con la conocida sentencia de Kalecki "los trabajadores gastan lo que ganan y los capitalistas ganan lo que gastan" (King: 43).

Trataremos en los siguientes tres apartados de responder a estas dos preguntas. Para ello, conviene interrogarse sobre dos elementos centrales en la acumulación de capital: ¿para qué utilizan las empresas francesas los beneficios y, por otro lado, cual es el origen de dichos beneficios?

4.3- Intereses, dividendos y recompras de acciones: los pagos a los mercados financieros

Como ya se vio en el capítulo 1, son numerosos los autores que, tanto desde una perspectiva marxista (Duménil y Levy, 2004; Chesnais, 2004; Cámara, 2009) como desde una óptica postkeynesiana (Stockhammer, 2004; Orhangazi, 2008, Crotty, 2005; Onaran *et al.*, 2009; Dallery, 2010 y 2009; Dallery y van Treeck, 2009; Hein, 2009), atribuyen a los pagos que llevan a cabo las empresas a los mercados financieros un papel central para explicar las menores tasas de acumulación de capital.

Este grupo de autores distingue tres tipos de pagos que, considerados conjuntamente, explicarían una utilización de los beneficios empresariales distinta a su posible reinversión en el seno de la empresa en forma de acumulación de capital productivo: los intereses satisfechos, los dividendos distribuidos y las recompras de acciones propias.

Recogeremos en este punto buena parte de su argumentación, si bien nos parece necesario distanciarnos en una cuestión relevante: en general, los autores que sostienen la tesis de la "punción financiera" –es decir, del desvío de recursos desde la esfera productiva hacia la esfera financiera– no suelen tener en cuenta en sus análisis los pagos efectuados por las empresas en términos netos, considerando únicamente los flujos brutos[43]. Con ello, estos autores sitúan –de forma un tanto errónea– a las empresas no financieras como

[42] La ralentización ha ocupado una parte importante del debate económico, político y social en Francia durante esta última década. Un ejemplo de ello es la investigación encargada por el Senado francés en 2002 (dirigida por el senador M. Joseph Kergueris) con motivo de esta reducción de la inversión empresarial. El resultado de esta investigación se puede consultar en Sénat (2002).

[43] Una excepción en este sentido es el trabajo de Skott y Ryoo (2007).

agentes pasivos que “sufren” las consecuencias de la financiarización, y no como agentes activos que intervienen, participan y promueven también dicho fenómeno. Trataremos de corregir esta perspectiva incluyendo en nuestro análisis la dimensión neta de los flujos estudiados.

4.3.1- El pago de intereses de las sociedades no financieras

Destacamos en primer lugar el papel jugado por los tipos de interés. El denominado “golpe” de 1979 supuso un notable incremento de las tasas nominales de interés, una fuerte reducción de la inflación y, por tanto, el crecimiento de los tipos de interés reales (ver gráfico 4.14). Los tipos de interés reales se han mantenido en niveles elevados hasta la segunda mitad de los años noventa, periodo en el que Francia participó del proceso de convergencia nominal de Maastricht.

Gráfico 4.14: Tipo de interés real, Francia 1960-2009
(tasa media mensual del mercado monetario, %)

Fuente: Banque de France.

Como consecuencia de esta fuerte subida de tipos –generalizada a todos los países de la OCDE–, las empresas francesas experimentaron un notable incremento de sus gastos financieros durante los años ochenta.

A pesar de que los tipos de interés comienzan a caer a principios de los años noventa, para situarse de nuevo en niveles similares a los de los años sesenta, podemos apreciar en el gráfico 4.15 cómo el porcentaje de los intereses pagados por las sociedades no financieras respecto al excedente bruto de explotación se ha mantenido en niveles históricamente muy elevados desde 1980. Esto obedece al incremento que durante las décadas de 1990 y 2000 ha experimentado –como ya se vio anteriormente– la deuda bruta no consolidada (en particular, las emisiones de deuda en los mercados financieros y la deuda con otros agentes no financieros).

Este incremento en la deuda bruta no consolidada de las empresas ha supuesto que el porcentaje del excedente bruto de explotación dedicado a pagar intereses se haya mantenido en el orden del 30% entre 1990 y 2009, cifra muy superior a la de las décadas de 1950 y 1960.

Gráfico 4.15: Intereses pagados y recibidos por las SNF, 1949-2009

(% del EBE)

Fuente: INSEE, *Comptes nationaux, Compte des sociétés non financières.*

No obstante, y como ya se ha dicho, conviene analizar igualmente la evolución de los flujos netos. Este análisis, reflejado también en el gráfico 4.15, introduce dos nuevos elementos. En primer lugar, observamos cómo, a partir de los años noventa, la proporción de intereses recibidos con relación al excedente bruto de explotación crece del 10% al 20% de media, llegando algunos años a superar el 25%, como en 2001. Es decir, que las empresas no sólo experimentan una creciente carga financiera como consecuencia de los cambios acontecidos en su financiación externa, sino que además ellas mismas pasan a actuar como prestamistas, percibiendo crecientes ingresos por dicha actividad.

De este modo, y en segundo lugar, como consecuencia de la progresiva actuación de las sociedades no financieras como prestamistas de otros agentes observamos que las empresas experimentan una progresiva reducción durante la década de 1990 de los intereses netos pagados (gráfico 4.15). Así, la carga de intereses neta soportada por las empresas no financieras en Francia, una vez superado el pico de los años ochenta, ha vuelto a niveles similares a los de los años cincuenta y sesenta.

De esta manera, la tesis de que los tipos de interés han colaborado en la “punción” de recursos desde la esfera productiva hacia la esfera financiera (Chesnais, 2004; Dumènil y Lèvy, 2004) debe ser matizada en dos sentidos. Por un lado, el mecanismo de “punción” ejercido por el pago neto de intereses se concentra fundamentalmente en torno a los años ochenta. Pero además, los intereses pagados por las sociedades no financieras no tienen como único destino los mercados y agentes financieros, sino que una parte creciente de dichos intereses tiene como destino otros agentes no financieros.

Posteriormente volveremos sobre este punto, dado que supone un cambio importante en el comportamiento de las empresas no financieras. Así, aunque la carga financiera neta del endeudamiento se haya reducido desde 1990 hasta 2009, las empresas no financieras dedican un creciente porcentaje de recursos al pago de intereses, y reciben un porcentaje también cada vez mayor de intereses con relación al excedente bruto de explotación. Este parece ser por tanto un buen indicador de la financiarización de su actividad económica.

4.3.2- Los dividendos distribuidos por las sociedades no financieras

El nuevo contexto financiero francés ha desarrollado un mercado bursátil capaz de actuar como instrumento de control y compra de empresas que están cotizando por debajo de sus posibilidades, al tiempo que ha potenciado la remuneración bajo la forma de *stock options* para los directivos de las empresas con la finalidad de soldar los intereses de estos con los de los accionistas. Estos dos elementos –que Stockhammer (2004) denomina la "zanahoria y el palo" del accionariado– han impulsado una "revolución accionarial" que ha hecho pivotar la correlación de fuerzas en las empresas en beneficio de los accionistas.

Esta revolución accionarial habría conllevado que, en la tensión existente históricamente entre reinversión del beneficio o reparto de dividendos, los accionistas hayan impuesto un nuevo equilibrio caracterizado por un aumento notable de la tasa de dividendos distribuidos. De este modo, el incremento de los dividendos distribuidos, particularmente a partir de los años noventa, ha permitido mantener el proceso de succión de recursos hacia la esfera financiera, a pesar de la caída que desde 1990 han experimentado los pagos netos de intereses de las sociedades no financieras.

En el caso de los pagos efectuados a los mercados financieros bajo la forma de dividendos –como ya se hizo para en el análisis de los intereses, y a diferencia de la mayoría de autores que se han aproximado a esta temática– también conviene matizar nuestro análisis distinguiendo los pagos brutos de los netos. Tal y como vemos en el gráfico 4.16, tanto los dividendos distribuidos por las empresas a los accionistas, como los dividendos recibidos por las propias sociedades no financieras fruto de la compra de acciones de otras empresas, han experimentado un crecimiento vertiginoso en Francia una vez que se liberaliza el mercado bursátil a comienzos de los años noventa. Así, la proporción del excedente bruto de explotación distribuido en forma de dividendos por las empresas no financieras ha pasado del 20% durante el periodo de 1960 a 1990, a situarse por encima del 80% en 2009. Paralelamente, los dividendos recibidos por las empresas también han experimentado un fuerte crecimiento desde principios de los años noventa: mientras que antes de 1980 la proporción de dividendos recibidos estaba en torno al 2-4% del excedente bruto de explotación, durante los años noventa se incrementó vertiginosamente hasta el 55,5% en 2009.

Gráfico 4.16: Dividendos distribuidos y recibidos por las SNF, 1960-2009

(% del EBE)

Fuente: INSEE, *Comptes nationaux, Compte des sociétés non financières.*

Tal y como podemos observar en el gráfico 4.16, el proceso de financiarización de la actividad empresarial se evidencia tanto por el lado de los pagos como por el lado de los ingresos. Así, la presión que ejercen sobre la empresa los mercados financieros en términos de una mayor exigencia de dividendos distribuidos, tiene también como correlato unos mayores ingresos por dividendos derivados de la tenencia de acciones de otras empresas.

Este proceso de financiarización –tanto en la distribución de los beneficios como en su generación– no tiene efectos neutros sobre la actividad de la empresa: el saldo final de los dividendos distribuidos y recibidos, como podemos ver en el gráfico 4.17, es el de un incremento de los flujos netos distribuidos por las empresas no financieras. Estos han pasado del 12,5% del excedente bruto de explotación en 1980 al 27,6% en 2009, de modo que no sólo asistimos a una financiarización de la estructura de ingresos y pagos de las empresas, sino también a una creciente transferencia neta de recursos hacia los mercados financieros.

Gráfico 4.17: Dividendos netos distribuidos por las SNF, 1960-2009

(% del EBE)

Fuente: INSEE, *Comptes nationaux, Compte des sociétés non financières.*

Este aumento de los dividendos distribuidos por las empresas francesas se ha extendido por todo el tejido productivo, abarcando al conjunto de los sectores no financieros. Las cuentas de las sociedades no financieras ofrecidas por el INSEE no detallan la información en función de los distintos sectores económicos. Es necesario por tanto recurrir a otras bases de datos para ver una evolución de los dividendos repartidos según el sector económico.

La base de datos BACH, confeccionada por el Banco de Francia, facilita información estadística más desagregada, aunque dispone de una menor serie temporal (suministra datos únicamente desde 1989). No obstante, a pesar de que la serie estadística es menor (perdiéndose la información de los años ochenta) y no es directamente comparable con la del INSEE debido a la metodología utilizada para su elaboración, la base de datos BACH permite observar –tal y como se muestra en el gráfico 4.18– cómo durante los años noventa los dividendos distribuidos por las empresas francesas aumentaron en los principales sectores no financieros. El porcentaje de dividendos finales distribuidos en relación a la cifra

de ventas pasó del 1,2% en 1989 para el conjunto del sector manufacturero, al 2,6% en 2007. El incremento es particularmente relevante en las industrias de consumo duradero y no duradero, así como en las industrias de bienes intermedios. El incremento es menor en la industria de bienes de capital, y muy acusado en la industria energética.

Gráfico 4.18: Dividendos distribuidos por las SNF, 1989-2007
(por sectores industriales, % de la cifra de ventas)

* Se consideran únicamente las grandes empresas, con una cifra anual de ventas superior a los 50 millones de euros.
Fuente: Banque de France, BACH.

4.3.3- Las recompras de acciones propias

El tercer mecanismo que ha colaborado en bombeo de recursos desde la esfera productiva hacia la financiera han sido las operaciones de compra de autocartera que se han desarrollado en la economía francesa durante la última década.

Las recompras de acciones son operaciones de adquisición de acciones de la propia empresa con el objetivo de anularlas y reducir con ello el capital social. Este instrumento fue legalizado en Francia en julio de 1998, derogando la ley de 1966 sobre sociedades comerciales en la que se prohibía la compra de las acciones propias de la empresa, tanto de forma directa como intermediada a través de otros agentes. Con la nueva ley se permitió que las empresas pudiesen llegar a comprar hasta el 10% de su capital (AMF, 2004), acercando la legislación de sociedades francesa al corpus jurídico anglosajón.

Este instrumento ha sido utilizado desde entonces de forma muy activa por las grandes empresas francesas, con la finalidad de aumentar el valor de las acciones en bolsa y remunerar mejor a los accionistas. Una recompra de acciones conlleva un aumento inmediato del valor de las acciones en bolsa, en la medida en que la capitalización bursátil permanece constante pero el número de títulos disminuye; además, al reducirse el número de acciones en circulación aumenta automáticamente el beneficio por acción. Es por ello que los procesos de recompra de acciones se traducen, de forma generalizada, en una

reacción positiva de la bolsa francesa, particularmente en el caso de las firmas participadas por inversores institucionales extranjeros (Ginglinger y L'Her, 2006). Tal y como señala Pajot (1999), el impacto de estas operaciones sobre las cotizaciones bursátiles es del 3% de media el día del anuncio de la operación, y del 8% seis meses después.

Así, la recompra de acciones se ha convertido desde 1998 en un instrumento generalizado entre las grandes empresas francesas para distribuir liquidez a los accionistas, en un intento por cumplir con los requisitos marcados por los nuevos inversores institucionales. Un año después de la legalización de esta práctica, el 87% de las empresas del CAC 40 habían solicitado a la *Commission des Opérations de Bourse* la aprobación de procesos de recompra de acciones. De hecho, como podemos ver en el gráfico 4.19, el monto anual de las recompras netas de acciones de las empresas del CAC-40 ha alcanzado niveles muy elevados entre 2000 y 2009, situándose en algunos años cerca del monto total de dividendos distribuidos.

Gráfico 4.19: Dividendos y recompras de acciones de las empresas del CAC-40 , 2000-2009
(Millones de euros)

Fuente: Vernimmen.net

El importe total de fondos distribuidos por las empresas del CAC-40 a los accionistas mediante recompras de acciones ha superado los 95.000 millones de euros entre 2000 y 2009, mientras que los dividendos entregados ascendían a más de 240.000 millones de euros. Además, debe tenerse en cuenta que no sólo las empresas del CAC-40 desarrollan operaciones de recompra de acciones. Este instrumento se ha extendido también a otras grandes empresas cotizadas. Como podemos ver en el cuadro 4.1, la *Autorité des Marchés Financiers* contabilizaba hasta el primer semestre de 2004 –no ha vuelvo a facilitar estos datos con posterioridad a esa fecha– la siguiente cifra de permisos otorgados para acometer operaciones de recompra de acciones.

Cuadro 4.1: Número de permisos otorgados por la AMF para desarrollar operaciones de recompra de acciones, 1999-2004

	1999	2000	2001	2002	2003	2004 (1er semestre)
Número de permisos otorgados	402	414	409	380	356	288

Fuente: Autorité des Marchés Financiers

El cuadro 4.1 refleja el número de permisos otorgados a las empresas para la compra de autocartera. No obstante, el número de operaciones de recompra no es el mismo que el de permisos otorgados. Puesto que los permisos de recompra autorizados por la AMF tienen una validez de 18 meses, el número de operaciones es muy superior al de permisos. Así, por ejemplo, Ginglinger y Hamon (2009) señalan cómo entre enero de 2000 y diciembre de 2002, los 1203 permisos otorgados por la AMF se tradujeron en 36848 operaciones de recompra.

La recompra de acciones propias se ha convertido por tanto en un recurso al que las grandes empresas francesas han recurrido de forma habitual desde su legalización en 1998, con la finalidad de distribuir liquidez a los accionistas e incrementar su valor accionarial. Además, este instrumento ha sido intensamente utilizado por las grandes empresas en la medida en que incrementaba automáticamente la remuneración de los directivos –vinculada a fórmulas de remuneración mediante *stock options*–. Debe tenerse en cuenta que este recurso tiene la característica de ser totalmente flexible y arbitrario para las empresas, a diferencia de la política de dividendos (que habitualmente tiene un carácter estable), lo que también ha potenciado su uso.

La decisión de distribuir la liquidez a los accionistas bajo la forma de dividendos o de compra de autocartera depende de diversos factores (flexibilidad de la operación, tipo de señal lanzada al mercado, impacto sobre el accionariado, impacto sobre las *stock options* de los dirigentes, fiscalidad, etc.), de modo que ambos instrumentos no son intercambiables. La recompra de acciones debe verse más bien como un instrumento –sumamente flexible– que permite que las empresas acomoden la distribución de liquidez a las demandas de los mercados financieros, sin necesidad de alterar bruscamente la política de dividendos pero garantizando el incremento del valor accionarial de los títulos de la empresa.

4.3.4- Financiarización y transferencia de recursos a los mercados financieros

El incremento durante las décadas de 1980, 1990 y 2000 de los intereses, dividendos y recompras de acciones ha determinado en la economía francesa una creciente transferencia de recursos desde la esfera productiva hacia la financiera.

No obstante, y como ya se ha comentado al comienzo del apartado 4.3, conviene no confundir esta succión de recursos desde la esfera productiva hacia la financiera con una mera “punción” ejercida por los mercados financieros sobre las sociedades no financieras. De hecho, consideramos que la expresión “punción” no termina de reflejar correctamente los mecanismos a través de los cuales el contexto financiero neoliberal afecta a la dinámica productiva y del empleo, en la medida en que no centra el análisis en la naturaleza de la empresa y en el poder que en ella tienen las distintas clases sociales, sino en las

restricciones externas que las finanzas imponen a la dinámica empresarial.

Nuestra aproximación, siguiendo a Stockhammer (2006: 212), es distinta en la medida en que "considera la empresa como un campo de batalla en lugar de cómo una víctima". Las empresas no reinvierten sus beneficios –respondiendo con ello a la "cuestión marxista" antes planteada– dado que la mayor capacidad de negociación de los accionistas y rentistas en el seno de las empresas determina la captación de un mayor ingreso rentista (dividendos e intereses) por parte de éstos, en el marco de un contexto que precisamente favorece dicha dinámica.

El cambio de poder acontecido en el seno de las empresas a favor de los accionistas ha determinado que se alterase el tipo de equilibrio existente entre beneficios y crecimiento durante el periodo 1950-1979. De este modo, el fortalecimiento de la posición de los accionistas en el seno de la empresa ha llevado a que se primen aún en mayor medida que antes sus intereses, incrementándose con ello los recursos dedicados a aumentar el valor accionarial y reduciéndose los recursos utilizados para la inversión productiva (Dallery, 2009; Dallery y van Treeck, 2009; Plihon, 2004; Hein, 2009). El conflicto de clase entre capital y trabajo se ha concretado en este periodo histórico en una acrecentada presión de la fracción de clase compuesta por el capital financiero sobre la generación del beneficio empresarial, sobre su distribución y, en última instancia, sobre la fuerza de trabajo.

Stockhammer (2004) profundiza precisamente en esta línea de análisis estimando un modelo econométrico que correlaciona la variable que él denomina "financiarización" (definida mediante el *proxy* "ingreso rentista", suma de los intereses y dividendos) con el deterioro en la acumulación de capital. Este autor calcula que para el caso de la economía francesa existe una correlación negativa significativa entre ambas variables durante las últimas tres décadas. Según sus cálculos, el aumento del ingreso rentista en Francia explica la práctica totalidad de la reducción de la tasa de acumulación de capital.

Orhangazi (2008) da continuidad de forma muy interesante a esta línea analítica, si bien ya no utiliza datos macroeconómicos sino un panel de microdatos de empresas norteamericanas para contrastar la misma hipótesis. También obtiene resultados concluyentes: aquellas empresas que presentan mayores pagos a accionistas y prestamistas son precisamente las que ostentan una menor inversión productiva.

Esta es precisamente la línea analítica que recogeremos posteriormente en el capítulo 6. Así, plantearemos un estudio microeconométrico que evalúe cómo los cambios en la correlación de fuerzas en el seno de las empresas a favor de los accionistas y prestamistas han determinado un mayor "ingreso rentista" (suma de intereses y dividendos) y, con ello, un menor crecimiento de la inversión productiva.

4.4- Inversión productiva e inversión financiera: el "efecto desplazamiento"

Como ya se ha dicho, una buena parte de la literatura que ha analizado el fenómeno de la financiarización de las estrategias empresariales lo ha hecho considerando a las empresas no financieras como agentes pasivos que "sufren" las consecuencias de la liberalización y desreglamentación financiera.

Sin negar la creciente exigencia de los mercados financieros hacia las empresas en términos de una mayor distribución de los fondos propios generados, tal y como hemos visto en los apartados anteriores, es necesario cuestionar sin embargo el carácter supuestamente pasivo de las grandes empresas en este contexto. La interrelación entre las empresas no financieras y el sector financiero es más compleja. De hecho, en este apartado veremos cómo las grandes empresas no financieras también han participado –en calidad de sujetos activos– en el proceso de financiarización de la actividad económica.

Los fondos de los que dispone una empresa para invertir pueden ser destinados a la adquisición tanto de activos reales como de activos financieros. Cuando las oportunidades de negocio en los mercados financieros son notablemente mejores que en los mercados de bienes y servicios, se puede crear un fuerte incentivo a que las empresas inviertan más en activos financieros que en activos reales. De hecho, esta relación potencialmente contradictoria ya fue identificada a mediados de los años sesenta por Tobin (1965). Este autor –mucho antes de que el proceso de financiarización de la actividad económica tuviese lugar– ya señaló que la inversión real y la inversión financiera, en determinadas circunstancias, podían ser sustitutivas[44].

Esta línea argumental ha sido precisamente retomada por buena parte de la literatura especializada (Orhangazi, 2007; Crotty, 2005; Stockhammer, 2004 y 2007, Palley, 2001 y 2007; Milberg y Winkler, 2010; Krippner, 2005). Estos autores consideran que el incremento de la inversión en activos financieros por parte de las sociedades no financieras habría retraído la inversión real (efecto *crowding out*).

Crotty (2005), en efecto, da cuenta del fuerte incremento de las inversiones financieras realizadas por las sociedades norteamericanas no financieras durante las últimas décadas. Este incremento responde, según este autor, al estancamiento de la rentabilidad empresarial en el sector productivo. Además, la adopción de los criterios de gestión propios del gobierno corporativo, ha impuesto en las empresas una mayor preferencia por la rentabilidad accionarial y los rendimientos a corto plazo (Stockhammer, 2004). Así, la orientación cortoplacista en los criterios de gestión habría reforzado el efecto desplazamiento de las inversiones financieras sobre la inversión real, en la medida en que las inversiones financieras proporcionan rentabilidad a corto plazo, mientras que la formación bruta de capital fijo sólo lo hace en el medio y largo plazo. Es decir, la financiarización habría empujado a los directivos de las empresas no financieras a comportarse, en parte, también como inversores financieros.

Otro elemento –señalado habitualmente por la tradición postkeynesiana– para explicar la sustitución parcial de inversión productiva por inversión financiera es la creciente volatilidad e incertidumbre del contexto económico generado por el neoliberalismo (Eatwell y Taylor, 2000; Stockhammer, 2009). En este contexto económico, las firmas se tienen que enfrentar a la fuerte volatilidad de los diferentes mercados financieros (bursátiles, de divisas, etc.), como consecuencia del mayor grado de desreglamentación. El resultado es que las empresas se enfrentan a un mayor grado de incertidumbre, lo que puede tener un efecto desincentivador sobre la inversión productiva y, a la inversa, puede suponer un estímulo de la inversión financiera. En particular, algunos estudios muestran como la volatilidad de los tipos de cambio parece tener un impacto directo sobre la inversión productiva en el sector manufacturero (Demir, 2009; Carruth *et al.*, 2000), determinando su menos crecimiento.

El incremento en inversiones financieras protagonizado durante las últimas décadas por las sociedades no financieras estadounidenses –destacado por Krippner (2005) como el principal indicador de la financiarización de las empresas– también se ha producido en el tejido productivo francés. Así, la cantidad de activos financieros en manos de las sociedades no financieras, como podemos ver en los gráficos 4.20 y 4.21, se ha incrementado vertiginosamente en Francia durante las últimas décadas. Mientras que en 1978 el

[44] Tobin señalaba no obstante que, a nivel macroeconómico, la inversión en activos financieros no puede sustituir a la inversión en activos reales por medio de un simple desvío de fondos hacia transacciones financieras, en la medida en que estas transacciones remiten, en última instancia, a la propia inversión productiva de las empresas.

porcentaje de activos financieros sobre el total de activos totales (gráfico 4.20) era del 36,4%, en 2009 esa cifra alcanzaba el 56,9%. Además, el porcentaje de activos financieros sobre activos fijos en las sociedades no financieras pasó entre 1978 y 2009 del 86,5% al 244,3% (gráfico 4.21).

Gráfico 4.20: Activos financieros de las SNF, 1978-2009
(% activos totales)

Fuente: INSEE, *Comptes nationaux, Compte de patrimoine des SNF.*

Gráfico 4.21: Activos financieros de las SNF, 1978-2009
(% activos fijos)

Fuente: INSEE, *Comptes nationaux, Compte de patrimoine de SNF.*

Como vemos, las firmas francesas han incrementado espectacularmente durante el periodo neoliberal su implicación en actividades e inversiones financieras. Ahora bien, ¿en qué tipo de actividades se ha centrado ese incremento? Tal y como se aprecia en el gráfico 4.22, las firmas francesas incrementaron en particular sus inversiones financieras dedicadas

a la compra de títulos –esencialmente acciones de otras empresas[45]–, así como a la concesión de créditos a otras sociedades no financieras. Podemos observar igualmente la fuerte reducción que ha sufrido la tesorería en el balance de las empresas, como consecuencia de las fuertes exigencias de distribución de los fondos propios por parte de los accionistas. En 1978 las acciones representaban el 30,6% de los activos financieros en las cuentas de patrimonio de las sociedades no financieras; en 2009 representaban el 54,5%. En ese mismo periodo los créditos concedidos pasaron del 5,1% al 17,1%, y la tesorería disminuyó del 20,7% al 6,3%.

Este fuerte crecimiento de las acciones en el activo de las sociedades no financieras responde también al tipo de crecimiento experimentado por las empresas francesas durante los años noventa. Así, la expansión de las operaciones de fusión y adquisición, como veremos en el siguiente capítulo, ha colaborado a este incremento de los activos financieros en manos de las empresas.

Gráfico 4.22: Composición de la cartera de activos financieros de las SNF, 1978-2009 (% total de activos financieros)

Fuente: INSEE, *Comptes nationaux, Compte de patrimoine des SNF.*

Hemos visto cómo las empresas francesas no sólo incrementaron espectacularmente durante el periodo neoliberal sus inversiones financieras, sino que además orientaron esas inversiones hacia las actividades que han ofrecido una mayor rentabilidad durante este periodo: la compra de títulos y la concesión de créditos. Como cabría esperar, este fuerte incremento de las inversiones financieras ha tenido como consecuencia que una parte creciente de los ingresos de las empresas provenga de sus actividades financieras. Así, la compra de títulos accionariales se ha traducido en un mayor flujo de dividendos recibidos

[45] Cabría argumentar en este punto que el incremento de los activos financieros sobre los activos totales –explicado principalmente por la compra de acciones– está sobrevalorado al contabilizarse dichas acciones a precios de mercado. Véase en este sentido los cálculos realizados por Firmin (2008: 49) para el caso francés, quien calcula el incremento de acciones en el activo empresarial en volumen, a precios de 1977. Con dicha metodología se puede observar cómo el incremento de los activos financieros sobre los activos no financieros también se observa nítidamente, aunque su valor es lógicamente menor.

(como se pudo ver en el gráfico 4.16), al tiempo que el mayor crédito otorgado ha generado mayores intereses cobrados (como se vio en el gráfico 4.15).

En el gráfico 4.23 podemos ver cómo los ingresos financieros obtenidos por las sociedades no financieras han pasado del 5-8% del excedente bruto de explotación durante las décadas de 1950 y 1960, al 74,1% en 2009. Esta tendencia resulta muy ilustrativa del concepto de financiarización acuñado por Krippner (2005: 174), entendido éste como un "patrón de acumulación en el cual los beneficios surgen fundamentalmente a través de vías financieras, antes que mediante la producción o el comercio de mercancías".

Gráfico 4.23: Ingresos financieros de las SNF, 1949-2009

(% EBE)

* Consideramos como ingresos financieros la suma de los dividendos e intereses recibidos por las SNF.

Fuente: INSEE, *Comptes nationaux, Compte des sociétés non financières.*

Vemos por tanto cómo la liberalización económica y financiera ha brindado a las empresas la oportunidad de subirse al tren de los crecientes rendimientos financieros. La empresa ha pasado a concebirse como una "cartera de activos", tanto productivos como financieros, que deben rentabilizarse para incrementar el valor accionarial de la firma. Se ha generalizado de este modo una orientación cortoplacista en el uso de los recursos generados.

Un ejemplo interesante de cómo las nuevas normas de rentabilidad financiera exigidas por los mercados de capitales han llevado a que se refuercen los criterios de selección de los distintos proyectos de inversión (primándose fundamentalmente aquellos que tienen un mayor rendimiento a corto plazo) lo encontramos en la evolución de los gastos de investigación y desarrollo. Estos gastos –caracterizados por ser inversiones cuyo retorno es de dudosa realización y, en caso de producirse, se produce en el medio o largo plazo– han experimentado una disminución relativa en el sector empresarial francés durante las últimas dos décadas, como se puede observar en el gráfico 4.24.

Gráfico 4.24: Gasto en I+D de las SNF, 1990-2008
(% PIB)

Fuente: INSEE

4.5- La desconexión entre la rentabilidad económica y la acumulación de capital: una nueva realidad del periodo neoliberal.

4.5.1- El incremento del beneficio no invertido

Como se pudo ver en el gráfico 4.10, una de las principales características del proceso de financiarización de la economía francesa ha sido el surgimiento de una brecha entre el margen de explotación y la tasa de inversión de las empresas no financieras. Así, mientras la ofensiva neoliberal ha llevado a una recuperación tanto de la tasa de ahorro como del margen de explotación, la tendencia decreciente de la inversión no ha sido frenada. La desconexión entre la rentabilidad económica y la acumulación de capital se ha impuesto por tanto como una de las realidades más características del tejido productivo francés a lo largo de los últimos treinta años[46]. Recogemos en el gráfico 4.25 dos medidas posibles de la rentabilidad económica de la empresa[47]. Podemos observar la desconexión entre esta rentabilidad y la acumulación de capital en el gráfico 4.26.

Esta desconexión entre la recuperación de la rentabilidad económica y el progresivo deterioro de la acumulación nos sitúa precisamente ante la primera pregunta que anteriormente nos formulamos: ¿por qué las empresas no reinvierten sus beneficios?

A lo largo de los apartados anteriores hemos revisado los cambios que han tenido lugar en la financiación de las sociedades, así como en la obtención y uso de sus beneficios. Hemos visto cómo una característica transversal a todos estos cambios era precisamente el creciente peso de la lógica financiera en las distintas dimensiones de la empresa (incremento de la emisión de acciones y obligaciones, aumento de los créditos concedidos y tomados, aumento de los activos e ingresos financieros, incremento de los pagos financieros

[46] La desconexión entre la rentabilidad económica y la acumulación de capital es una de las características más destacadas en el ámbito de la Economía Política a la hora de caracterizar el patrón de crecimiento del conjunto de las economías desarrolladas durante las últimas tres décadas. Véanse en este sentido los trabajos de Chesnais (2004), Dumènil y Lèvy (2004), Epstein (2005), Hein (2009), Husson (2008), Medialdea (2009), Stockhammer (2004 y 2009) y Milberg y Winkler (2010).

[47] Actualmente existe un intenso debate en el seno de la economía crítica, y en particular en la economía marxista, acerca de la evolución de la tasa de beneficio. Véase en este sentido Husson (2010a) y Basu y Vasudevan (2012).

a los accionistas y rentistas, etc.). Conocer estos cambios nos permite responder ahora a la pregunta anterior.

Gráfico 4.25: Tasa de beneficio de las SNF, 1978-2009 (%)

* Definimos la tasa de beneficio bruto como el excedente bruto de explotación entre el stock de capital fijo bruto de las SNF, y la tasa de beneficio neto como el excedente neto de explotación entre el stock de capital fijo neto de las SNF.
Fuente: INSEE, *Comptes nationaux, Compte des sociétés non financières, Compte de patrimoine des SNF.*

Gráfico 4.26: Tasa de beneficio y tasa de acumulación de las SNF, 1978-2009 (%)

* La tasa de beneficio se refleja en el eje izquierdo y la tasa de acumulación en el eje derecho. La tasa de acumulación se define igual que en el gráfico 4.11.
Fuente: INSEE, *Comptes nationaux, Compte des sociétés non financières, Compte de patrimoine des SNF.*

La desconexión entre la rentabilidad empresarial y la tasa de acumulación evidencia el incremento del beneficio no invertido por las sociedades no financieras[48]. Tal y como podemos ver en el gráfico 4.27, la ratio de formación bruta de capital fijo sobre el excedente bruto de explotación ha experimentado una fuerte caída en las últimas décadas. Esta ratio se mantiene en torno al 80% durante las décadas de 1950, 1960 y 1970 y, a partir de comienzos de los años ochenta, pasa a situarse en valores próximos al 60%.

Gráfico 4.27: Beneficio invertido en FBKF, SNF, 1950-2009
(FBKF/EBE, %)

Fuente: INSEE, *Comptes nationaux, Compte des sociétés non financières.*

Esta reducción en la proporción del beneficio que se destina a la inversión puede explicarse a partir de cinco factores, la mayoría de los cuales ya han sido mencionados anteriormente, y que destacamos de nuevo a continuación:

1. Hemos visto cómo el incremento de la tasa de ahorro empresarial ha determinado un fuerte aumento de la capacidad de autofinanciación. Sin embargo, esta autofinanciación no se ha traducido en una mayor inversión empresarial debido a que las sociedades no financieras la han utilizado fundamentalmente para acometer un masivo proceso de desendeudamiento (Guillaumin, 2009; Durant y Girard, 2004; Dumenil y Levy, 2004). Como vimos en los gráficos 4.5, 4.6 y 4.7, el grueso de este desendeudamiento se ha producido con las entidades financieras, reduciéndose con ello la deuda financiera bruta, pero no así la deuda bruta no consolidada. De este modo, el fuerte incremento de la tasa de autofinanciación ha sido básicamente utilizado por las empresas para reducir sus necesidades de financiación hasta situarse en una posición de prestamista neto durante buena parte de los años noventa (gráfico 4.4), y no para financiar el crecimiento de la inversión real, tal y como sucedía en décadas anteriores.

[48] Para una crítica desde la economía marxista a la tesis de la financiarización en esta cuestión, véase Astarita (2008) y Mateo (2010).

2. El tipo de financiación que recibe una empresa no resulta neutro a la hora de explicar la inversión empresarial. En la medida en que las empresas han ido sustituyendo –en lo relativo a su financiación externa– financiación estable a largo plazo (como es la financiación bancaria) por financiación más inestable y de corto plazo (como es la financiación vía mercados de deuda o mercados bursátiles), eso podría haber redundado en patrones de inversión más volátiles y frágiles (Aglietta y Breton, 2001).

3. La liberalización financiera y la desreglamentación de los mercados bursátiles ha fortalecido enormemente la capacidad de presión de los accionistas, reforzando sus intereses en el seno de las empresas. Esto se ha traducido en un incremento de los pagos de las empresas a los mercados financieros para garantizar los criterios de maximización del valor accionarial y no ser castigadas con caídas en sus cotizaciones. Así, las empresas han dedicado recursos crecientes al pago de dividendos y a la compra de autocartera, lo que se ha traducido en un continuo flujo de fondos –brutos, pero también netos– desde el sector productivo hacia los accionistas y rentistas financieros. Además de este trasvase de la liquidez de la empresa a los accionistas, hemos observado (gráfico 4.15) un elevado nivel en el pago de intereses fruto, durante los años ochenta, de la fuerte subida de los tipos de interés y, durante los años noventa, del creciente endeudamiento intra-grupo con otras empresas no financieras francesas o extranjeras.

4. Las empresas no financieras han modificado sustancialmente sus estrategias de negocio, participando y adaptándose al contexto de la financiarización económica. Estas empresas han incrementado vertiginosamente sus inversiones en activos financieros (especialmente acciones y créditos) y, con ello, los ingresos que obtienen derivados de estos títulos. Esta modificación en las estrategias de inversión ha retirado liquidez disponible para la acumulación de capital, reconduciendo estos fondos hacia la esfera financiera. Es decir, que la huída de fondos desde el ámbito productivo hacia el ámbito financiero no responde únicamente a la "succión de recursos" propiciada por los propios mercados financieros, sino que también las propias empresas han reorientado su actividad de negocio, dando un mayor peso a las inversiones financieras. Las menores oportunidades de rentabilidad en el ámbito productivo –junto con las propias exigencias de maximización del valor accionarial a corto plazo– estarían por tanto en la base de la reorientación de las inversiones hacia el ámbito financiero.

5. Las empresas francesas se han embarcado, particularmente en la década de los años noventa, en un intenso proceso de crecimiento externo basado en el desarrollo de operaciones de fusión y adquisición. Estas operaciones, como veremos con más detalle en el capítulo siguiente, se han traducido en ingentes transferencias de capitales destinadas a adquirir los correspondientes títulos accionariales. Sin embargo, debe recordarse que este tipo de inversiones, si bien incrementan la talla de una determinada empresa, constituyen un mero intercambio de títulos de propiedad y, por ello, no se traducen en un incremento de la formación bruta de capital fijo. Buena parte de las empresas francesas han utilizado su autofinanciación, así como la deuda contraída, para financiar este tipo de operaciones, tal y como se analiza en el capítulo 5.

La importancia de estos factores queda ilustrada en la encuesta que regularmente desarrolla la consultora Merrill Lynch a los gestores de los principales fondos de inversión del mundo. Tal y como podemos ver en el gráfico 4.28, estos gestores consideraban prioritario destinar el *cashflow* de las empresas en las que invierten a que ésta se desendeude, así como a retribuir a los accionistas. La prioridad de la inversión productiva apenas alcanzaba el 12% de las respuestas en el año 2003.

Gráfico 4.28: Principales estrategias exigidas por los inversores institucionales anglosajones a las empresas, (año 2003)

* Los gestores entrevistados responden a la pregunta *"¿Que desea usted que haga la empresa en la que invierte con el cashflow disponible?"*
** La encuesta *Global Fund Managers Survey* es desarrollada por la consultora Merrill Lynch entrevistando a 300 gestores de fondos de inversión, fondos de pensiones, *hedge funds,* etc., de todo el mundo.
Fuente: *Merrill Lynch Fund Managers Survey* (citado en Quiry y Le Fur, 2004)

4.5.2- Financiarización y mundialización de la producción

Una posible crítica que cabría hacer, llegados a este punto, es que el proceso que nosotros presentamos aquí como "financiarización del tejido productivo francés" es, sin embargo, el resultado de la reestructuración espacial de la actividad económica[49]. El hecho de que las actividades productivas francesas se desarrollen cada vez con mayor intensidad fuera del país explicaría la discrepancia entre la recuperación de la rentabilidad y el languidecimiento de la tasa de acumulación. Sería por tanto la creciente inversión extranjera de las sociedades francesas lo que permitiría resolver la contradicción señalada en el punto anterior, y no el desvío de recursos hacia la esfera financiera. Así, este desplazamiento de la formación bruta de capital fijo hacia el extranjero y, en particular, hacia las economías emergentes, impulsaría las tasas de acumulación de estas economías y colaboraría con ello al restablecimiento de la rentabilidad en el centro del sistema.

A pesar de que el proceso de mundialización de la cadena de valor ha sido especialmente intenso en la economía francesa durante estas últimas décadas, existen razones para ser escépticos con esta posible crítica[50].

[49] Esa fue la posición mantenida por algunos economistas en el seminario "Marxist analyses of the global crisis", que tuvo lugar en el International Institute for Research and Education (IIRE) de Amsterdam entre el 2 y el 4 de Octubre de 2009, y en donde se debatió la desconexión entre la tasa de acumulación y la tasa de beneficio en las economías europeas. Véase en este sentido Chesnais (2009).
[50] Krippner (2005) presenta también diversos argumentos para responder a esta crítica.

En primer lugar, hay que hacer referencia a la información estadística aquí ofrecida. Como sabemos, existen dos métodos para compilar los principales macroagregados de la contabilidad nacional. El primer método se corresponde con la definición de Producto Nacional Bruto, e incluye como parte de la actividad económica toda actividad desarrollada por residentes franceses, al margen de donde esté localizada. En este caso los beneficios de las compañías extranjeras presentes en territorio francés son excluidos de la cuenta de resultados.

Los datos recogidos en la cuenta de resultados de las sociedades no financieras facilitada por el INSEE no se adecuan a este criterio. En esta cuenta, la información estadística facilitada está compilada de acuerdo al segundo de los métodos posibles. Este segundo método se corresponde con la definición de Producto Interior Bruto y contabiliza toda la actividad económica desarrollada en el territorio francés, al margen del origen de la propiedad. Este método excluye por tanto la inversión y los beneficios de las firmas francesas en el extranjero.

La información estadística ofrecida en este capítulo sigue este segundo criterio. Esto tiene dos consecuencias. La primera, que dejamos fuera de nuestro análisis tanto la inversión como los beneficios obtenidos por las firmas francesas en su actividad en el extranjero (si bien trataremos de aproximar a continuación esos conceptos). La segunda, que la información estadística ofrecida es totalmente adecuada para interpretar la dinámica económica del territorio nacional francés. Es decir, que tanto las tasas de rentabilidad como las tasas de acumulación aquí calculadas están referidas en ambos casos al territorio nacional, por lo que no cabría explicar su creciente discrepancia en base al proceso de mundialización de la producción.

Trataremos de ilustrar a continuación las dos dimensiones que dejamos de considerar en nuestro análisis –la inversión y los beneficios de las firmas francesas en el extranjero– al utilizar la cuenta de resultados suministrada por el INSEE. En primer lugar, y para evaluar si estamos asistiendo a un proceso de desplazamiento de la formación bruta de capital fijo hacia el extranjero, analizamos en el gráfico 4.29 la evolución del stock de inversión extranjera directa. Como podemos ver en dicho gráfico, las salidas de inversión extranjera directa no han dejado de aumentar con relación al PIB desde principios de los años ochenta. Sin embargo, y de forma paralela, tampoco las entradas de inversión extranjera directa en Francia han dejado de crecer desde esa fecha. Así, ambas magnitudes han crecido de forma muy similar –y con una proporción casi idéntica sobre el PIB– durante los años ochenta y noventa (periodo de fuerte financiarización del tejido productivo francés, como ya hemos visto). Este crecimiento paralelo durante los años ochenta y noventa parecería ir en contra de la tesis de que se está produciendo un desplazamiento de la formación bruta de capital fijo hacia el extranjero.

Qué duda cabe de que la extensión de los procesos de deslocalización y subcontratación internacional –como veremos en el capítulo 5– ha sido durante las últimas décadas muy importante en Francia, al igual que en las restantes economías de la OCDE. No obstante, si observamos el gráfico 4.29 comprobamos cómo es a partir del año 2000 cuando las salidas de inversión extranjera superan notablemente a las entradas. Este proceso está íntimamente vinculado con las enormes operaciones de fusiones y adquisiciones transfronterizas desarrolladas por las empresas francesas durante esos años (particularmente en el sector de las telecomunicaciones y la energía). No podemos decir por tanto que ese crecimiento en las salidas netas de inversión se deba exclusiva ni principalmente a la reestructuración de la cadena de valor, sino que obedece fundamentalmente a operaciones de compraventa de títulos accionariales.

Gráfico 4.29: Inversión extranjera directa, Francia, 1980-2009
(en % del PIB, stock)

Fuente: Banque de France

Además, la crítica que sugiere que el desacople entre rentabilidad y acumulación experimentada por Francia (y por buena parte de los países de la OCDE) podría responder al desplazamiento de capitales hacia las economías emergentes no toma en cuenta que la mayor parte de las inversiones extranjeras directas se siguen realizando entre los países desarrollados. Como se ve en el cuadro 4.2, la inmensa mayor parte de la inversión extranjera francesa tiene como destino otros países desarrollados, no economías emergentes. Así, los cinco primeros países destinatarios de la inversión extranjera directa francesa concentraban en el año 2010 el 58,4% de ésta, mientras que los diez primeros aglutinaban el 76,2%. Entre esos diez países únicamente se encontraba una economía emergente, Brasil, que apenas contaba con el 2,6% del stock de capital invertido en el extranjero por Francia.

Aunque ciertamente se observa un desplazamiento de la inversión francesa hacia las economías emergentes, éste presenta aún una magnitud limitada, que difícilmente podría dar cuenta de un desvío masivo –en términos netos– hacia dichas economías de potencial inversión nacional.

Tratemos de aproximar ahora los beneficios ingresados por las firmas francesas en el extranjero. La cuenta de resultados de las sociedades no financieras no proporciona esta información, dado que esos beneficios son declarados y contabilizados por las empresas filiales en el país de destino. Sin embargo, la cuenta de resultados sí proporciona información sobre los beneficios repatriados provenientes de la inversión extranjera directa.

En el gráfico 4.30 comparamos el excedente bruto de explotación de las sociedades no financieras francesas con el resultado de añadir a dicho indicador los beneficios repatriados fruto de la inversión en el extranjero. Podemos ver cómo a partir de los años noventa –fecha en la que comienzan a contabilizarse estos flujos– los beneficios empresariales experimentan un moderado aumento cuando incluimos en su cálculo los beneficios repatriados. Esto refleja el limitado impacto que parecen tener los beneficios de las sociedades francesas en el extranjero en comparación con la actividad productiva nacional. Además, si al excedente bruto de explotación le sumamos los beneficios repatriados de la inversión extranjera directa, pero le restamos los beneficios repatriados por los inversores extranjeros en Francia (dado que estos beneficios no permanecen en territorio nacional), el aumento que se produce es aún más matizado.

Cuadro 4.2: Principales países destinatarios de la IED francesa
(en millardos de euros y en %, stock, años 1992 y 2000)

1992			2010		
	millardos euros	%		millardos euros	%
EEUU	25,5	19,5%	**EEUU**	157,9	17,9%
Bélgica	14,6	11,2%	**Bélgica**	133,9	15,2%
Países Bajos	22,0	16,8%	**Países Bajos**	87,4	9,9%
Reino Unido	12,4	9,5%	**Reino Unido**	82,2	9,3%
Alemania	8,7	6,6%	**Alemania**	53,4	6,1%
Suiza	7,2	5,5%	**Suiza**	37,4	4,2%
Italia	6,3	4,8%	**Italia**	37,0	4,2%
Luxemburgo	1,1	0,8%	**Luxemburgo**	31,8	3,6%
España	8,6	6,6%	**España**	27,6	3,1%
Japón	0,5	0,4%	**Japón**	16,7	1,9%
Canada	2,8	2,1%	**Canada**	7,9	0,9%
Países desarrollados	**109,7**	**83,6%**	**Países desarrollados**	**673,1**	**76,4%**
Brasil	1,5	1,2%	**Brasil**	23,0	2,6%
Polonia	0,1	0,1%	**Polonia**	11,5	1,3%
China	0,2	0,1%	**China**	10,6	1,2%
Turquía	0,4	0,3%	**Turquía**	6,2	0,7%
India	0,0	0,0%	**India**	3,2	0,4%
Países emergentes	**2,3**	**1,7%**	**Países emergentes**	**54,4**	**6,2%**
Otros países	19,3	14,7%	**Otros países**	153,4	17,4%
Total	**131,2**	**100,0%**	**Total**	**880,9**	**100,0%**

Fuente: Banque de France

Gráfico 4.30: Beneficios repatriados de la IED, SNF, 1949-2009
(en % del VAB)

Fuente: INSEE, *Comptes nationaux, Compte des sociétés non financières.*

Podemos comprobar por tanto cómo la economía francesa sigue siendo una economía, debido a su importante dimensión y a su configuración histórica, notablemente autocentrada. Esto sugiere que las críticas que consideran el proceso de financiarización como un mero "reflejo deformado" de la mundialización de la cadena productiva carecen, al menos por ahora, del suficiente apoyo empírico[51].

4.5.3- Los instrumentos de recuperación de la rentabilidad

Hemos dado respuesta a la primera de las preguntas que anteriormente planteamos –¿por qué las empresas no reinvierten sus beneficios?–. No obstante, queda por responder la segunda de las preguntas, aquella que anteriormente denominamos como "cuestión kaleckiana" –¿cómo pueden conseguirse elevados beneficios a partir de reducidos gastos de inversión?–. Para poder responder a esta pregunta deben tenerse en cuenta tres cuestiones: el peso de los ingresos financieros en el beneficio de las sociedades no financieras, el apalancamiento financiero y la evolución de la ratio EBE/VAB. Pasemos a revisar estos tres elementos.

En primer lugar, tal y como hemos podido ver anteriormente, una parte cada vez mayor de los beneficios empresariales se han formado a través de canales financieros (es decir, a través de los ingresos derivados de la compra y tenencia de activos financieros). Como se pudo observar en el gráfico 4.23, los ingresos financieros de las sociedades no financieras han pasado en estas últimas tres décadas del 14% del excedente bruto de explotación en 1979 al 74,1% en 2009. Sin embargo, no puede perderse de vista que este elemento juega un papel relativamente residual en la composición de los ingresos de las sociedades francesas en comparación con el grueso de sus ingresos, que siguen básicamente vinculados a las actividades ordinarias de explotación.

Un segundo elemento que explica el restablecimiento de la rentabilidad viene dado por el recurso de las empresas no financieras al apalancamiento financiero. El apalancamiento financiero es el efecto que se produce en la rentabilidad de la empresa como consecuencia del empleo de la deuda en la estructura de financiación. Ya hemos visto a lo largo del capítulo cómo las empresas francesas han procedido a un masivo desendeudamiento con las entidades financieras, al tiempo que la deuda bruta no consolidada –fundamentalmente la deuda intra-grupo, aunque también la emisión de títulos de deuda– se incrementaba notablemente. ¿Qué efecto ha tenido la utilización de esa deuda sobre la rentabilidad empresarial?

Incrementar la cantidad de deuda en la estructura de financiación –es decir, incrementar el apalancamiento financiero– tiene un efecto sobre la rentabilidad que depende del coste financiero de esa deuda. Es decir, el empleo de la deuda podrá generar un incremento de la rentabilidad sobre los recursos propios siempre que el coste de la deuda sea menor que la rentabilidad de la empresa. Analicemos si se ha dado dicha situación en la economía francesa.

A partir de los datos de la contabilidad empresarial podemos definir una medida de la rentabilidad financiera de la empresa (ROE[52]), o rentabilidad de los fondos propios, como:

[51] A pesar de su escaso desarrollo, consideramos que ésta es una línea de investigación particularmente interesante para dar continuidad en el futuro a los estudios sobre financiarización. Así, y en la medida en que las empresas transnacionales son uno de los motores principales del fenómeno de la financiarización, superar la "dimensión nacional" actualmente presente en los estudios de dicho fenómeno debería ser un objetivo central en la agenda de investigación de esta temática. Véase en este sentido el trabajo de Albarracín (2010).

[52] El acrónimo ROE se corresponde con las siglas de la expresión inglesa *Return on Equity*.

$$\text{ROE} = \frac{\text{BAI}}{\text{Fondos propios}} \qquad [1]$$

donde BAI es el beneficio antes de impuestos. Si multiplicamos esta expresión por los siguientes factores (donde BAII es el beneficio antes de intereses e impuestos)

$$\text{ROE} = \frac{\text{BAI}}{\text{Fondos propios}} \times \frac{\text{BAII}}{\text{BAII}} \times \frac{\text{Activo Total}}{\text{Activo Total}} \qquad [2]$$

y posteriormente cambiamos el orden de dichos factores

$$\text{ROE} = \frac{\text{BAII}}{\text{Activo Total}} \times \frac{\text{Activo Total}}{\text{Fondos Propios}} \times \frac{\text{BAI}}{\text{BAII}} \qquad [3]$$

Obtenemos una expresión, la expresión [3], en la que podemos distinguir dos términos:

$$\text{ROE} = \text{ROCE} \times \text{AF} \qquad [4]$$

$$\text{ROCE} = \frac{\text{BAII}}{\text{Activo Total}} \qquad [5]$$

$$\text{AF} = \frac{\text{Activo Total}}{\text{Fondos Propios}} \times \frac{\text{BAI}}{\text{BAII}} \qquad [6]$$

El primero de estos términos, el ROCE[53], es una medida de la rentabilidad económica de la empresa (frente al ROE, que es una media de la rentabilidad financiera de ésta). El segundo de los términos, el recogido en la expresión [6], es el apalancamiento financiero. Éste depende como podemos ver de la diferencia existente entre el beneficio antes de impuestos (BAI) y el beneficio antes de intereses e impuestos (BAII) –es decir, del impacto del coste de la deuda sobre los beneficios empresariales–, así como del monto de dicha deuda. Cuando el valor del apalancamiento financiero sea superior a la unidad, el endeudamiento tendrá un impacto positivo sobre la rentabilidad financiera (siendo ésta por tanto mayor que la rentabilidad económica). Cuando el valor del apalancamiento sea inferior a 1, el impacto de la deuda sobre la rentabilidad será negativo.

En los gráficos 4.31 y 4.32 evaluamos el efecto del apalancamiento financiero en las sociedades no financieras a partir de las cuentas de resultados y de las cuentas de patrimonio de la contabilidad nacional francesa[54]. Como podemos ver en el gráfico 4.31, la rentabilidad financiera se ha mantenido durante la mayor parte del periodo por encima de la rentabilidad económica. Esto evidencia un efecto positivo del endeudamiento externo sobre

[53] El acrónimo ROCE se corresponde con las siglas de la expresión inglesa *Return on Capital Employed*.

[54] En el gráfico 4.31 la rentabilidad financiera (ROE) y la rentabilidad económica (ROCE), a diferencia de lo visto en el gráfico 4.25, presentan una tendencia decreciente. Sin embargo, dicha tendencia no es relevante para explicar la evolución real de la rentabilidad empresarial en el tiempo. Lo relevante del gráfico 4.31 es que permite ver la diferencia entre ambas medidas de la rentabilidad empresarial. En este caso la tendencia de la rentabilidad es decreciente debido a que en el denominador de ambas medidas (ROE y ROCE) nos encontramos con el valor a precios de mercado de las acciones propias (en el caso del ROE) y de los activos financieros (en el caso del ROCE). La fuerte inflación de precios presentada por los mercados bursátiles durante la última década explica la tendencia decreciente recogida en el gráfico 4.31, y que no se observa en el gráfico 4.25 cuando medimos la rentabilidad empresarial de acuerdo al stock de capital fijo de la empresa (que no incluye activos financieros).

la rentabilidad, es decir, un apalancamiento financiero superior a 1, tal y como queda recogido en el gráfico 4.32. Esta situación se mantiene en la economía francesa durante todo el periodo estudiado, hasta el año 2004, momento a partir del cual el apalancamiento deja de tener un efecto positivo sobre la rentabilidad empresarial. En este sentido, nuestros cálculos confirman los datos obtenidos por otros autores que han abordado también este análisis para la economía francesa (Commissariat Général du Plan, 2002; Tertre y Guy, 2009; Dallery, 2010).

Gráfico 4.31: Rentabilidad económica (ROCE) y financiera (ROE) de las SNF, 1978-2009 (%)

Fuente: INSEE, *Comptes nationaux, Compte des sociétés non financières, Compte de patrimoine des SNF.*

Gráfico 4.32: Apalancamiento financiero de las SNF, 1978-2009

Cuando el valor del apalancamiento financiero es superior a 1, el endeudamiento tiene un impacto positivo sobre la rentabilidad financiera, y viceversa cuando el apalancamiento es menor que 1.
Fuente: INSEE, *Comptes nationaux, Compte des sociétés non financières, Compte de patrimoine des SNF.*

No obstante, como se habrá podido advertir, el efecto positivo que ha tenido el apalancamiento financiero sobre la rentabilidad explicaría el diferencial entre la rentabilidad financiera y la rentabilidad económica, pero no el restablecimiento de esta última medida –la rentabilidad económica–, tal cual se formulaba en el gráfico 4.25. Las distintas medidas de la rentabilidad que se recogen en el gráfico 4.25 no son una medida de la rentabilidad financiera de la empresa, sino una medida de la rentabilidad económica (análoga al ROCE por tanto, salvo por el hecho de que en el denominador no tenemos el activo total, sino el stock de capital fijo).

No podemos limitarnos por tanto a analizar la evolución de los ingresos financieros de las empresas, o el efecto del apalancamiento financiero, para explicar satisfactoriamente el restablecimiento de la rentabilidad del capital. Necesitamos acudir a un tercer factor para esclarecer la "cuestión kaleckiana" asociada a la recuperación de la rentabilidad empresarial en ausencia de una acumulación de capital sostenida.

La rentabilidad económica es un indicador que se puede descomponer en dos factores, como se puede ver en la expresión [7]. Por un lado, tenemos el margen bruto de explotación (EBE/VAB). Por otro, tenemos una posible medida de la productividad del capital: el valor añadido bruto dividido por el stock de capital fijo.

$$\frac{\text{EBE}}{\text{K}} = \frac{\text{EBE}}{\text{VAB}} \times \frac{\text{VAB}}{\text{K}} \qquad [7]$$

Por tanto, la restauración de la tasa de rentabilidad (gráfico 4.25), puede explicarse por el crecimiento de cualquiera de estos dos factores. Sin embargo, al descomponer la rentabilidad a partir de los datos de la contabilidad nacional, observamos –tal y como se muestra en el gráfico 4.33– que los dos factores no se comportan de forma similar. Mientras que la ratio EBE/VAB experimenta un fuerte crecimiento a principios de los años ochenta, para mantenerse posteriormente estabilizada a un nivel elevado, la productividad del capital presenta un crecimiento mucho más moderado, iniciando además un progresivo descenso a partir de 2001.

Gráfico 4.33: Descomposición de la tasa de beneficio de las SNF, 1978-2009 (EBE/VAB y VAB/K, %)

* Calculamos los dos componentes de la rentabilidad sobre la tasa de beneficio bruto (aquella que se calcula a partir del EBE y del stock de capital bruto).
Fuente: INSEE, *Comptes nationaux, Compte des sociétés non financières, Compte de patrimoine des SNF.*

De este modo, observamos cómo es el fuerte incremento de los márgenes de explotación (la ratio EBE/VAB) lo que permite superar la atonía registrada por la productividad del capital y, con ello, restablecer de forma más o menos sostenida la rentabilidad del capital durante las últimas décadas. El restablecimiento de la rentabilidad habría sido posible, de este modo, gracias fundamentalmente a la pugna redistributiva frente a la masa salarial. Esto explicaría que, a pesar de que el sector productivo francés ha presentado evidentes síntomas de agotamiento del proceso de acumulación durante este periodo –atonía de la productividad asociada a la formación bruta de capital fijo–, se han podido restablecer los ingresos del capital. Así, durante el periodo neoliberal los capitalistas no necesariamente habrían "ganado en función de lo que han gastado", como planteaba Kalecki, sino que –gracias a la compresión salarial que posteriormente se analizará– han podido incrementar la tasa de ganancia a pesar de la débil evolución de la acumulación. Por otro lado, la disminución de la tasa de rentabilidad del sector no financiero francés a partir de 2001 se explicaría a partir de la reducción de la productividad del capital.

RESUMEN

A lo largo del capítulo 4 hemos analizado cómo se ha desarrollado la financiarización de las estrategias de inversión de las empresas francesas. Hemos comprobado como dicha financiarización –que ha pasado fundamentalmente por un incremento de los pagos de las empresas a los mercados financieros, pero también por un incremento de los ingresos financieros de las propias empresas– se ha traducido en una ralentización del ritmo de acumulación. Además, hemos visto también cómo dicha ralentización de la acumulación no ha impedido una sostenida recuperación de la rentabilidad empresarial, produciéndose una significativa desconexión entre ambas variables económicas, característica singular de la economía francesa durante el periodo neoliberal.

No obstante, la financiarización de las estrategias empresariales no se ha limitado al ámbito de la financiación o la inversión empresarial. En el siguiente capítulo comprobamos cómo dicho proceso ha afectado también al propio diseño del perímetro empresarial.

Capítulo 5 Financiarización de las estrategias de crecimiento: la reestructuración del perímetro empresarial

5.1- Inversores financieros, reestructuración y optimización del activo empresarial
- **5.1.1- Inversores financieros y reestructuración del perímetro empresarial**
- **5.1.2- La optimización del activo empresarial**

5.2- Desinversión, refocalización y competencias clave
- **5.2.1- Diversificación vs. refocalización empresarial**
- **5.2.2- Inversores financieros, rentabilidad y refocalización**
- **5.2.3- Formación histórica de los conglomerados franceses**
- **5.2.4- Extensión de las medidas de refocalización en Francia**

5.3- Estrategias de externalización y subcontratación
- **5.3.1- La subcontratación como instrumento de refocalización empresarial**
- **5.3.2- Dimensión de los procesos de subcontratación**

5.4- Fusiones y adquisiciones: construyendo líderes de mercado
- **5.4.1- Liberalización de los mercados financieros y operaciones de fusión y adquisición**
- **5.4.2- Las operaciones de fusión y adquisición en Francia entre 1995 y 2009**

En el capítulo 4 hemos analizado cómo el proceso de financiarización de las estrategias empresariales se ha traducido –dado el recrudecimiento de la pugna que tiene lugar al interior de las empresas entre la reinversión del beneficio o su distribución– en menores ritmos de acumulación de capital. Sin embargo, éste no es el único canal mediante el cual el proceso de financiarización ha impactado sobre las estrategias de las empresas francesas. Un segundo mecanismo ha sido el proceso de reestructuraciones empresariales vivido por el tejido productivo del país, fuertemente impulsado por el mercado bursátil y los inversores financieros. Dedicamos este capítulo a analizar dicho proceso de reestructuraciones y a comprobar sus vínculos con la llegada masiva de los inversores institucionales al accionariado de los grupos franceses.

Entendemos las reestructuraciones empresariales, en la línea de Bowman y Singh (1993:6), como "el conjunto de operaciones cuyo objetivo es la venta de líneas de negocio, la adquisición significativa de activos, la modificación de la estructura de capital o la transformación de la organización interna de la empresa". Es decir, las reestructuraciones empresariales incluyen como vemos un amplio abanico de operaciones y dimensiones; además, estas dimensiones se presentan generalmente superpuestas (Bowman y Singh, 1993). Así, por ejemplo, resulta difícil distinguir en ocasiones la dimensión financiera de las reestructuraciones, relativa a la modificación de la estructura de capital de la empresa (operaciones de leveraged buy out, recapitalización, swap de deudas por capital, recompra de acciones, etc.), de la dimensión de cartera, que recoge modificaciones en la estructura de activos y actividades (desinversiones, venta de activos, spin-off, fusiones y adquisiciones, etc.), o de la dimensión organizacional, referida a la estructura interna de la empresa (redefinición de divisiones, reorganización de las unidades de negocio, reducción de efectivos, etc.). En este capítulo nos centraremos en aquellas dimensiones de las reestructuraciones empresariales que presentan un vínculo más directo con la redefinición del perímetro empresarial y, por tanto, con la organización de la fuerza de trabajo en la firma.

5.1- Inversores financieros, reestructuración y optimización del activo empresarial

5.1.1- Inversores financieros y reestructuración del perímetro empresarial

Con el objetivo de cumplir con los umbrales de rentabilidad marcados por los mercados de capitales, las empresas francesas han desarrollado durante los últimos quince años procesos de reestructuración a gran escala (Aglietta, 2002). El curso de estas reestructuraciones empresariales ha estado dirigido por las prioridades de los inversores financieros, tal y como señalan numerosos autores (Batsch 2004 y 2002; Reberioux, 2003; Lazonick y O´Sullivan, 2000; Montagne y Sauviat, 2001a; Plihon y Ponssard, 2002; Froud et al., 2000b), favoreciéndose la maximización del valor accionarial y la rentabilidad financiera por encima de otros criterios. En la medida en que los esfuerzos por maximizar el valor accionarial han determinado el tipo de reestructuraciones abordadas por las empresas francesas durante las últimas décadas, podemos hablar de financiarización de las estrategias de crecimiento y organización empresarial.

Las empresas francesas que cotizan en los mercados bursátiles –frente a aquellas que no lo hacen– son precisamente las que han experimentado reestructuraciones organizacionales más intensas a lo largo de las últimas dos décadas (Coutrot, 2000). Es decir, la cotización bursátil tiende a aumentar la probabilidad de que las empresas realicen innovaciones organizacionales, evidenciándose con ello la importancia que tienen los

inversores financieros en la determinación de las reestructuraciones empresariales.

No queremos decir con ello que la influencia de los mercados bursátiles y de los inversores financieros sea el principal factor explicativo de los procesos de reestructuración empresarial. Otros factores económicos –algunos con mayor intensidad– explican igualmente estos procesos de reestructuración. Así, por ejemplo, la estrategia general de competitividad comercial de la firma, la configuración institucional de una determinada economía, la fortaleza sindical, o el desarrollo de las nuevas tecnologías de la información y la comunicación son factores esenciales para explicar el desarrollo de las reestructuraciones.

De hecho, una primera ola de reestructuraciones se desarrolló ya en el tejido productivo francés durante los años ochenta, antes de la llegada de los inversores institucionales anglosajones. Las grandes firmas francesas, mucha de ellas recién nacionalizadas por el gobierno de Mitterrand, atravesaron un importante proceso de ajuste durante el periodo 1982-1887 (Goyer y Hancké 2005; Hancké, 2002). La configuración institucional de la economía francesa en ese periodo determinó el tipo de reestructuraciones que tuvieron lugar. Durante estos años, y en el contexto de una intensa crisis empresarial, el Estado dirigió los procesos de reestructuración gracias a sus vínculos de propiedad con las grandes empresas del país, impidiendo tanto la bancarrota de éstas como que fuesen adquiridas por empresas extranjeras. Sólo Renault, Sacilor y Usinor juntas recibieron entre 1982 y 1986 44,4 billones de francos en forma de subsidios, a los que se unieron los casi 16 billones de francos más recibidos durante el mismo periodo por CDF-Chimie, Péchiney, Bull, CGCT y Thomson (Hancké, 2002: 59-64). La financiación vía subsidios se generalizó para todas las grandes empresas francesas (además de las anteriores, también EMC, SNECMA, Aérospatiale, Dassault, Saint-Gobain, Rhône-Poulenc, Moulinex, Peugeot, etc.). No obstante, estos subsidios del gobierno vinieron de la mano de importantes planes de ajuste y reestructuración. Se acometieron enormes recortes de la fuerza de trabajo mediante prejubilaciones, que llevaron al despido del 15-20% de la fuerza de trabajo de las grandes empresas (Renault redujo su plantilla en 30000 trabajadores entre 1984-1987, y Peugeot en más de 57000). Esta ola de reestructuraciones marcó además el inicio en la expansión de las redes de subcontratación dentro del tejido productivo francés.

La llegada de los inversores institucionales a partir de la segunda mitad de los años noventa ha impulsado en Francia una segunda ola de reestructuraciones aún más intensa que la de los años ochenta. Sin embargo, la enorme influencia que han tenido los inversores financieros en esta segunda oleada a la hora de redefinir el perímetro empresarial de las grandes empresas francesas, no debe ser interpretada como un fenómeno generalizado a todos los países europeos. De hecho, algunas investigaciones (Edwards, 2002; Gospel y Pendleton, 2005; Hall y Soskice, 2001; Hancké et al., 2007) muestran cómo los procesos de reestructuración empresarial han estado muy marcados en cada país por la especificidad de los diversos marcos institucionales, así como por la correlación de fuerzas de las distintas clases sociales.

En este sentido, diversos factores han facilitado que en la economía francesa –a diferencia de los países nórdicos o del caso alemán– la llegada de los inversores financieros conllevase el despliegue de las reestructuraciones del perímetro empresarial. Uno de estos factores tiene que ver con la propia evolución del proceso de liberalización y apertura externa de los mercados financieros franceses. El hecho de que dicho proceso haya sido más acelerado que el de otros países europeos (Culpepper et al., 2006), ha determinado una mayor llegada de inversores institucionales a las empresas francesas y, con ello, una mayor capacidad de dichos inversores para marcar el rumbo de las reestructuraciones.

Otro factor determinante a la hora de explicar por qué han sido los inversores financieros los que han marcado el curso de los procesos de reestructuración viene dado por la particularidad del modelo sindical francés, así como por la organización del puesto de trabajo en las empresas (Goyer, 2006 y 2007a).

El modelo sindical francés se caracteriza por la fuerte capacidad de movilización social e intervención política de las principales organizaciones de los trabajadores –Confédération Générale du Travail (CGT), Confédération Française Démocratique du Travail (CFDT) y Force Ouvrière (CGT-FO)–, pero por una débil capacidad de incidencia en los centros de trabajo y en los Comité d'Entreprise (a diferencia de, por ejemplo, los sindicatos alemanes o nórdicos). Esta debilidad sindical a nivel de empresa ha determinado no sólo un elevado número de procesos de reestructuración, sino un fuerte impacto de estos sobre las plantillas allí donde se han implementado (Edwards, 2002).

Además, el tipo de organización del puesto de trabajo de las empresas francesas explica también el fuerte impacto de los procesos de reestructuración. La organización del puesto de trabajo de las empresas francesas se caracteriza –a diferencia de otros países europeos, especialmente de Europa central– por una elevada segmentación de tareas y responsabilidades entre trabajadores y directivos, prevaleciendo una definición de tareas muy especializadas de carácter taylorista (Linhart, 1994; Sorge, 1991; Hancké, 2002; Culpepper et al., 2006). Esta organización está asociada a un control centralizado y fuerte de la alta dirección sobre la toma de decisiones en la empresa, lo que ha determinado la capacidad de los directivos para implementar, ante las exigencias de los inversores financieros, procesos de reestructuración de forma generalizada y unilateral (Goyer 2006 y 2007a).

5.1.2- La optimización del activo empresarial

Los indicadores de evaluación y control de la empresa basados en criterios de creación de valor para los mercados bursátiles –como los indicadores EVA y MVA–, han pasado también a utilizarse para gestionar la adquisición y cesión de activos empresariales. Estos indicadores tienden a promover mediciones internas del funcionamiento empresarial que son de naturaleza fundamentalmente financiera, haciendo confrontar entre sí a las diversas unidades de negocio en función de su contribución parcial a la creación de valor global de la empresa. De este modo, la exigencia de retornos financieros crecientes para los inversores determinan las decisiones estratégicas de la firma relativas a la adquisición o cesión de los activos empresariales de las distintas unidades de negocio. Los mercados financieros, así como la alta dirección, pasan a concebir la firmas como una cartera de activos o un conjunto de unidades independientes que pueden ser incorporadas, vendidas, liquidadas o reconvertidas cuando no devuelven los retornos financieros esperados.

Es más, los criterios de gestión basados en la maximización del valor accionarial utilizados para determinar el perímetro empresarial más oportuno no se circunscriben a la alta dirección empresarial. Estos criterios también se filtran hacia abajo a todos los niveles de la empresa, y horizontalmente a todas las unidades de negocio, determinando con ello las decisiones de gestión, estratégicas y operativas, relativas a la adquisición o cesión de los activos empresariales en estas unidades. Así, los inversores institucionales promueven un determinado tipo de análisis financiero que permite conciliar la valorización bursátil externa de las firmas con el pilotaje interno, tanto estratégico como operativo (Montagne y Sauviat, 2001a). En el primero de los casos, a nivel estratégico, el análisis financiero permite sensibilizar a los directivos sobre el coste de los recursos financieros utilizados, sancionar en caso necesario y actuar sobre el resultado de explotación empresarial, optimizando las

inversiones en beneficio de los accionistas. En el segundo de los casos, a nivel operativo, el análisis financiero permite conocer las actividades a desarrollar o a abandonar por las empresas para incrementar el valor accionarial.

En general, podemos decir que la lógica de las reestructuraciones empresariales –para alcanzar el objetivo de la maximización del valor accionarial– radica en conseguir la optimización de la estructura económica global de la firma (Morin y Rigamonti, 2002). Para garantizar esta optimización, los inversores financieros exigen una redefinición del perímetro empresarial sobre la base de tres ejes (Batsch, 2002):

- En primer lugar, los inversores financieros exigen la *rentabilidad* que se deriva de la compresión de los capitales invertidos.
- Los inversores demandan, en segundo lugar, la *especialización* de las empresas en las que invierten, dado que ellos mismos se encargan de la diversificación de riesgos.
- Por último, los inversores reclaman la *renta de monopolio* que se deriva de la dominación de un determinado mercado.

Estos ejes condensan los mecanismos prioritarios impulsados por los inversores financieros para garantizar la rentabilidad del capital invertido en las empresas francesas. Analizamos a continuación los dos primeros, para pasar posteriormente al tercero de ellos.

Como es sabido, la rentabilización de una determinada inversión consiste en maximizar la tasa de retorno del capital invertido. Hay no obstante dos formas de aumentar dicha rentabilidad: aumentar el numerador, es decir el beneficio de la inversión, o actuar sobre el denominador para reducirlo y conseguir el mismo beneficio pero con menos recursos. Esta práctica, que podríamos caracterizar como “malthusiana”, ha sido uno de los principales mecanismos del que las empresas francesas se han servido para aumentar su rentabilidad desde la segunda mitad de los años noventa.

Ya vimos en el capítulo 4 cómo los directivos de las empresas han tenido que asumir el hecho de que los fondos propios presentan un coste importante para la empresa (el coste de oportunidad que tiene para los accionistas otras posibles inversiones más rentables). Esto ha supuesto que los directivos persigan la optimización de la estructura del pasivo empresarial, distribuyendo en forma de dividendos una parte creciente del beneficio generado. Pero además, las direcciones empresariales han incorporado también la prioridad de minimizar el volumen de capital empleado en conseguir una determinada rentabilidad –exigiéndose de este modo también la optimización de la estructura del activo empresarial–.

Este aligeramiento de los balances empresariales ha sido utilizado masivamente por las grandes empresas francesas, habiendo tomado diversas formas. En general, hay tres vías para reducir los capitales invertidos en una empresa: una vía de *gestión*, una vía *financiera* y una vía *contable*.

La primera de las vías, la vía de *gestión*, consiste básicamente en desprenderse de parte de los activos utilizados para desarrollar la actividad económica. Es lo que Hamel y Prahalad (1994) denominaron “*denominator management*”: un tipo de gestión empresarial, orientada especialmente por criterios de corto plazo, que intenta restablecer la rentabilidad mediante la reducción de los activos de la empresa y de los costes a ellos asociados. Esta forma de aligerar el balance empresarial a través de estrategias como la refocalización[55] sobre las

[55] Denominaremos en este apartado “refocalización” a lo que tradicionalmente se conoce por *refocusing* en la literatura empresarial anglosajona.

actividades centrales de la empresa, o las externalizaciones y subcontrataciones de segmentos de la cadena de valor, ha tenido una fuerte difusión en el tejido productivo francés, como posteriormente se verá.

Esta transformación de la estrategia empresarial ha sido caracterizada por Lazonick y O'Sullivan (2000) como el paso de una lógica basada en "retener y reinvertir" a otra nueva, basada en "disminuir y distribuir": los ingresos extras derivados del ahorro en costes, fruto de la reducción de los activos utilizados por las empresas –especialmente la fuerza de trabajo empleada–, deben distribuirse a los accionistas, tal y como ya se vio en el capítulo anterior. Las empresas no financieras han priorizado de este modo nuevas fórmulas de competitividad sustancialmente distintas a las que históricamente habían utilizado: la construcción de *champions nationaux*[56] sobre la base de una fuerte inversión productiva y una intensa actividad innovadora, en estrecha colaboración con el sector público y en mercados relativamente protegidos, se ha transformado en una estrategia cortoplacista de creación de valor para el accionista por la vía de la reducción de costes y el abandono de los activos y unidades de menor rendimiento.

La segunda de las vías para reducir los capitales invertidos, la vía *financiera*, permite aligerar el balance mediante operaciones estrictamente financieras. Una de las más habituales consiste en hacer salir de la empresa los préstamos y créditos concedidos, o los derechos de cobro sobre clientes, mediante su titulización. Anteriormente esta técnica estaba reservada a los bancos, obteniéndose con su uso una mejora inmediata del ratio de liquidez. Sin embargo, también las grandes empresas francesas comienzan a utilizar desde los años noventa esta técnica.

En tercer lugar, la vía *contable* permite reducir el capital invertido mediante la desconsolidación del activo empresarial, sacando determinados bienes patrimoniales del balance al transferirse su propiedad –que no su control real– a otra sociedad del grupo. El control real del activo transferido se garantiza al mantenerse los vínculos de propiedad accionarial cruzada. Esta es una técnica que permite trasladar activos de una sociedad a otra jurídicamente independiente, garantizando, a través de los vínculos económicos, el control sobre los activos liberados. Así, la contabilidad creativa de las empresas se ha desarrollado, al calor de los mercados financieros, de forma espectacular durante las últimas décadas.

En el resto del capítulo nos centraremos en la primera vía para reducir los capitales invertidos en una empresa, la vía de *gestión*, dejado de lado las otras dos (la vía *financiera* y la vía *contable*[57]). El motivo de tal decisión radica en que son precisamente las medidas de refocalización y externalización las que parecen tener un mayor impacto, al menos de forma directa, sobre nuestro objeto de estudio –la dinámica del empleo y el salario–[58].

Además, hasta ahora hemos prestado atención únicamente a los dos primeros "ejes de

[56] Un *champion national,* como ya se vio en el capítulo 3, es una empresa elegida y privilegiada por el Estado (mediante subsidios, ayudas y protección frente a competidores externos) para convertirse en el actor principal de un determinado mercado. En general, los *champions nationaux* alcanzaron en un enorme control del mercado nacional (dado que también se fomentó la fusión y absorción de estos entre sí). Este control no se tradujo sin embargo en una rentabilidad equivalente.

[57] Para un análisis de las prácticas de "ingeniería financiera" asociadas al esplendor de los mercados bursátiles, véase Aglietta y Riberioux (2004).

[58] Esto no quiere decir que las otras dos vías no hayan tenido en ocasiones un impacto significativo también sobre la evolución del salario y del empleo. Para el caso norteamericano resulta evidente como, en la medida en que la vía *financiera* y la vía *contable* se han traducido en fuertes incentivos a que las empresas incurran en comportamientos de creciente fragilidad (cuando no delictivos, como en el caso de Enron), la inestabilidad generada por estas prácticas ha terminado por afectar al empleo y al salario.

presión" de los inversores financieros anteriormente mencionados –mejora de la *rentabilidad* derivada de la compresión de los capitales invertidos y *especialización* de las empresas–. No obstante, existe una tercera exigencia por parte de estos inversores: la *renta de monopolio* que se deriva de la dominación de un determinado mercado. La vía fundamental para que una empresa pueda conquistar estas rentas de monopolio en un determinado mercado pasa por el proceso de centralización del capital, es decir, por la fusión con otras empresas o la adquisición de éstas. Revisaremos también estas medidas –las fusiones y adquisiciones–, de crucial importancia igualmente para entender la reestructuración del perímetro empresarial de las sociedades francesas y su impacto sobre el trabajo.

A primera vista, las medidas aquí presentadas aparentan ser contradictorias. ¿Cómo es posible que las empresas desarrollen simultáneamente –bajo la influencia de los mercados financieros– medidas de cesión y disminución del activo empresarial, como las estrategias de refocalización y externalización, junto a otras de concentración de este activo, como las fusiones y adquisiciones? Como veremos a lo largo de los siguientes apartados, la coherencia de estas medidas no puede ser mayor.

5.2- Desinversión, refocalización y competencias clave

5.2.1- Diversificación vs. refocalización empresarial

Durante las décadas posteriores a la II Guerra Mundial las grandes empresas de los países desarrollados se vieron inmersas en un fuerte proceso de crecimiento y expansión, que pasó en gran medida por la diversificación y la constitución de múltiples divisiones. Este proceso de expansión y diversificación de las empresas fue paralelo a la formación de lo que Galbraith (1968) denominó la tecnoestructura: la progresiva separación de la propiedad y la gestión empresarial, y la incorporación de cientos de directivos en las grandes empresas para gestionar las decisiones tácticas y estratégicas de éstas.

Tradicionalmente, la Teoría de la Agencia ha señalado esta separación entre propiedad y control como el principal motivo para explicar la fuerte diversificación empresarial de las décadas de posguerra. Así, según esta teoría, la formación de esta tecnoestructura habría profundizado el conflicto de intereses entre propietarios del capital y directivos (Jensen y Meckling, 1976). Mientras que los primeros tienen el objetivo exclusivo de la valorización del capital invertido en la empresa, los directivos pueden priorizar otros intereses, como el crecimiento y la expansión empresarial. De este modo, los propios objetivos de los directivos explicarían en buena medida la intensa diversificación de las empresas durante las décadas de 1950, 1960 y 1970.

Más allá de la posible divergencia de intereses señalada por la Teoría de la Agencia para explicar la diversificación empresarial, otros autores apuntan a la propia funcionalidad de los conglomerados empresariales para garantizar la rentabilidad del capital, dado el contexto empresarial, financiero e institucional de posguerra (Teece, 1980; Williamson, 1975; Williams et al., 1988; Wan y Hoskisson, 2003). De hecho, la formación de grandes conglomerados empresariales fue un denominador común a todas las economías desarrolladas hasta los años ochenta. La principal ventaja económica para las firmas inmersas en este proceso era la estabilidad asociada a la diversificación, el menor riesgo comercial asumido, las economías de escala asociadas al know-how común de distintos procesos productivos y la formación de mercados internos de capitales con capacidad para transferir recursos de unas unidades a otras. Así, la diversificación de las líneas de negocio en distintas áreas posibilitaba que las firmas explotasen sinergias y complementariedades en el uso de determinados activos estratégicos.

Los importantes cambios acontecidos en la economía mundial desde principios de los años ochenta del siglo XX han llevado a una alteración de esta tendencia. El notable incremento de la competitividad comercial fruto de la globalización, la liberalización de los mercados financieros de los países de la OCDE, la formación de mercados bursátiles profundos y muy líquidos con capacidad para comprar e imponer el control en empresas infra-rentabilizadas, y la presión de los inversores institucionales han llevado a que la refocalización sobre las actividades de base presida las estrategias empresariales de muchos países de la OCDE (Prahalad y Hamel, 1990, Berger y Ofek, 1999; Markides, 1995; Chatterjee et al., 2003).

La estrategia de refocalización consiste en una reducción voluntaria (o involuntaria) del grado de diversificación de la empresa. Esta reducción de la diversificación se alcanza normalmente, aunque no necesariamente, mediante desinversiones en las líneas de negocio secundarias (ventas de activos, externalizaciones, spin-off, etc.). En concreto, el término de refocalización alude a la decisión de las empresas de reducir sus actividades y líneas productivas de cara a concentrarse en el "corazón del negocio". Es decir, la refocalización supone un reposicionamiento de la empresa sobre aquellas fases del proceso productivo que más valor añadido generan, especialmente vinculadas con las competencias clave de la firma, con la finalidad de aumentar la rentabilidad y maximizar el valor bursátil de las acciones.

La tendencia a la refocalización empresarial ha sido intensa desde la década de 1980 en EEUU y, a partir de los años noventa, también en las economías europeas. Markides (1995) encuentra que el número de códigos SIC (Standard Industry Classification) de dos y cuatro dígitos de las empresas presentes en el índice S&P 500 ha decrecido de forma continua entre 1985 y 1993. Del mismo modo, Comment y Jarrel (1995) observan un importante aumento entre 1978 y 1992 en el número de empresas norteamericanas que cotizan en bolsa con un único segmento de actividad. Haynes et al. (2002) muestran cómo para un panel de 132 firmas británicas cotizadas en bolsa durante el periodo 1985-1993, las desinversiones tienen un impacto significativo y positivo sobre la rentabilidad empresarial. Más recientemente Devogelaer (2003) muestra, a partir de un panel de 400 grandes empresas europeas cotizadas en bolsa, que la expansión de las estrategias de refocalización empresarial también se ha producido en Europa durante los años noventa. Otros autores llegan a conclusiones similares sobre la extensión en Europa de este fenómeno (Palard, 2007; Rondi y Vannoni, 2005).

Este proceso de refocalización de las grandes empresas sobre el corazón de su actividad productiva se ha producido algo más tardíamente en Francia que en otras economías europeas, pero también, una vez que el proceso comienza a generalizarse en la década de 1990, más apresuradamente. Esto se ha debido fundamentalmente a dos factores, que revisamos a continuación. El primero de ellos viene dado por la mayor intensidad que ha registrado la economía francesa a la hora de liberalizar y abrir su mercado bursátil a la llegada de los inversores institucionales anglosajones. El segundo de los factores tiene que ver con la formación histórica de los conglomerados franceses.

5.2.2- Inversores financieros, rentabilidad y refocalización.

Como anteriormente se apuntaba, son diversos los factores que, en general, explican el proceso de refocalización de las grandes empresas francesas a partir de los años noventa. Sin embargo, un elemento clave pasa por la liberalización del mercado bursátil, el nacimiento de un mercado de control de empresas y la llegada de los inversores institucionales anglosajones.

La entrada en el capital accionarial de las empresas francesas de los inversores institucionales desde la segunda mitad de los años noventa, como ya sabemos, ha llevado aparejada la adopción de los criterios propios del gobierno corporativo. Uno de estos criterios es la adecuación a un determinado modelo productivo. Los inversores institucionales castigan en el mercado bursátil aquellas empresas que tienen la forma de conglomerado (Campa y Kedia, 2002; Harper y Viguerie, 2002; Markides, 1995; Morin y Rigamonti, 2002). De hecho, algunas investigaciones estiman que en Europa este descuento se sitúa en torno al 20% de la cotización bursátil (Goyer, 2002: 1), por lo que los directivos tienen fuertes incentivos a intentar no sufrir este tipo de penalizaciones, propicias para el desencadenamiento de OPAs hostiles.

La generalizada liberalización y la profunda liquidez que presentan los mercados financieros internacionales desde finales de los años ochenta han llevado a que cada vez sea menos funcional para los inversores el mantenimiento de las estrategias de diversificación empresarial. El desarrollo de los mercados internacionales de capitales hace menos necesaria la diversificación del riesgo económico de las empresas, es decir, una amplia división de las líneas de negocio de éstas, como sucedía en las décadas de 1960 o 1970. Los conglomerados y los subsidios internos entre las distintas divisiones de una empresa son vistos por los inversores como ineficientes, en la medida en que éstos tienen ahora una mayor facilidad para realizar por sí mismos, a través del mercado bursátil, el arbitraje entre los distintos proyectos de inversión posibles.

Los inversores financieros consideran que son ellos mismos –y no las empresas– quienes deben realizar la diversificación del riesgo económico, repartiendo su cartera de participaciones en empresas claramente ubicadas en una línea de negocio, centradas en el corazón de su cadena de valor y con liderazgo en un determinado mercado (Batsch, 2002). De este modo, frente a la propensión de los directivos a construir conglomerados con múltiples líneas de negocio (llegándose a subsidiar en muchas ocasiones líneas poco rentables, con escasa relación entre sí y sin perspectivas de crecimiento), los inversores institucionales han impulsado un proceso de refocalización sobre un número limitado de competencias clave, promoviendo la desinversión en aquellas líneas menos rentables (Prahalad y Hamel, 1990; Dranikoff et al., 2002; Markides 1995; Batsch, 2002).

La presión ejercida por los inversores institucionales sobre las empresas francesas ha llevado a que éstas, desde mediados de los años noventa, reduzcan significativamente su grado de diversificación. Los inversores financieros castigan la falta de transparencia en la información empresarial (la evaluación de la rentabilidad de los conglomerados es notablemente más compleja que la de las empresas focalizadas en sus competencias clave), los subsidios cruzados entre distintas divisiones (que mantienen líneas de negocio ineficientes) o la falta de complementariedad entre dichas divisiones (que es percibida como una incapacidad de competir en mercados mundiales cada vez más especializados). Estos son precisamente los motivos que explican el “descuento por conglomerado” al que anteriormente aludíamos: en las empresas muy diversificadas el valor accionarial global es inferior a la suma del valor accionarial potencial de las distintas divisiones, lo que prepara el terreno para OPAs hostiles (Comment y Jarrell, 1995).

Las preferencias de los inversores financieros a favor del desmantelamiento de los conglomerados han convergido además con los intereses de los directivos. Esta reducción de los conflictos de agencia entre directivos y accionistas se ha llevado a cabo por distintas vías. Quizá la más importante haya sido precisamente la expansión de las OPAs hacia aquellas empresas que presentan un rendimiento por debajo de su capacidad potencial. Un valor accionarial insuficiente con relación a las capacidades potenciales de la firma

constituye un riesgo evidente en el mercado global de fusiones y adquisiciones, en el que el swap de acciones se ha convertido en un extendido medio de pago. Tal y como señalan Berger y Ofek (1999), las empresas han adoptado generalmente cambios drásticos en su perímetro empresarial –recentrándose sobre el corazón productivo– como consecuencia de presiones concretas de los mercados financieros (tras una OPA hostil no exitosa, después de un periodo de intenso activismo por parte de los fondos de pensión más estables o tras intensos periodos de venta de las acciones por parte de los fondos de inversión).

De este modo, las medidas de desinversión y los anuncios de refocalización de la empresa son saludados por los mercados financieros con aumentos de las cotizaciones, en la medida en que éstos consideran que la focalización sobre las competencias clave de la empresa reducirá el valor añadido que está siendo destruido por la política de diversificación (Markides, 1995; Berger y Ofek, 1999; Niyubahme, 2007). Comment y Jarrel (1995), y también Desai y Jain (1999), encuentran evidencia empírica de que los mercados bursátiles estadounidense y británico reaccionan positivamente a los anuncios de refocalización empresarial realizados por las empresas.

Del mismo modo, estudios realizados sobre la variación de las cotizaciones bursátiles muestran cómo, para el caso francés, la riqueza de los accionistas aumenta cuando las empresas desarrollan operaciones de refocalización y desinversión (Magnin et al., 2000; Sentis, 1999). Magnin et al. (2000) calculan, a partir una muestra de 29 grandes empresas cotizadas en la bolsa de París durante el periodo 1997-1999, cómo el anuncio de la desinversión provoca una reacción positiva de las cotizaciones bursátiles, con un aumento de la rentabilidad del 4,75%. Además, la amplitud de la rentabilidad extra que alcanzan las cotizaciones en el momento de anunciarse la desinversión depende del carácter estratégico de dicha operación: la creación de valor para los accionistas es mayor –y más duradera en el tiempo– cuando la desinversión tiene un carácter ofensivo (expansión de negocio, refocalización del perímetro empresarial, etc.), siendo menor –y menos sostenida– cuando ésta presenta un carácter defensivo (desinversiones que responden a problemas concretos, como la infra-rentabilidad de un activo, el impago de una deuda, etc.).

Estas respuestas positivas del mercado se producen especialmente cuando la firma está muy diversificada y presenta un ROE por debajo de lo esperado. Markides (1995) contrasta cómo son precisamente las empresas que presentan una menor rentabilidad, una sobrediversificación con respecto a su sector industrial y un conjunto de líneas de negocio poco relacionadas entre sí, las que más han incurrido en procesos de desinversión y refocalización durante estas últimas décadas. Y ese era precisamente el caso de las grandes empresas francesas durante la primera mitad de la década de 1990 (Goyer y Hancké, 2005: 182): las empresas francesas, a pesar de haber alcanzado una posición de liderazgo en los mercados internacionales de bienes y servicios, presentaban unos pobres indicadores financieros (capitalización bursátil, ROE, Price Earning Ratio, etc.), al tiempo que todavía tenían niveles de diversificación notablemente superiores a los de sus homólogas norteamericanas o británicas. Este último elemento –la diversificación en unidades de negocio con escasas complementariedades– es precisamente esencial para comprender el abrupto proceso de refocalización seguido por las empresas francesas a partir de los años noventa.

5.2.3- Formación histórica de los conglomerados franceses

Otro factor que explica el auge de las estrategias de refocalización en Francia a partir de 1995-96 viene dado por las características específicas de los conglomerados galos.

En Francia, el proceso de diversificación de las grandes empresas se presenta, ya desde

las décadas de 1950 y 1960, intensamente vinculado a la actividad del Estado. El Estado francés impulsó durante años la diversificación de las grandes empresas, en su intento por construir *champions nationaux*. La forma particular que tomó este proceso de diversificación, caracterizado por el desarrollo de múltiples líneas de negocio desconectadas entre sí y por ignorar capacidades organizativas esenciales para competir en los mercados internacionales (Holcblat y Husson, 1990; Culpepper *et al*., 2006.; Hancké, 2002), sembró la semilla del acelerado proceso de refocalización de las grandes empresas.

Durante el periodo 1945-1990 el Estado trató de garantizar la competitividad de los *champions nationaux* desarrollando una única ventaja estratégica: el tamaño, facilitado asimismo por un mercado protegido. Además, estos grupos estaban nacionalizados o tenían un fuerte peso del sector público en su capital accionarial, lo que determinó que se gestionasen con objetivos distintos a la maximización de la rentabilidad (como el sostenimiento del empleo, la prestación de servicios públicos, etc.). Esto hizo que las grandes empresas francesas recibiesen numerosos fondos públicos, y que generalizasen los subsidios internos a las divisiones menos rentables.

Esta realidad conllevó que fuese difícil –e innecesario– para las grandes empresas francesas concentrarse en el desarrollo de competencias clave, y generó incentivos para que muchas de ellas diversificasen en áreas en las que no tenían competencias adquiridas. Así, por ejemplo, Saint-Gobain inició un arriesgado intento de entrar en el negocio de la electrónica y la computación; una firma altamente rentable como Elf-Aquitaine diversificó durante la década de 1980 su actividad hacia otras áreas en las que no tenía experiencia, como la farmacéutica o la química; o Pechiney entró en el sector del metal en el momento en el que muchas empresas estaban saliendo de dicho sector, dada su madurez. Además, el diseño del tamaño óptimo de las firmas fue planteado por la planificación indicativa francesa en términos absolutos, para el conjunto de líneas de negocio de cada empresa, descuidando las posibles sinergias entre esas líneas. Así, por ejemplo, Thomson no se deshizo de su línea de negocio en el terreno de la electrónica médica durante los años ochenta, a pesar de las continuas pérdidas asociadas a dicha actividad.

Aunque la política de diversificación de las grandes empresas francesas comenzó a frenarse ya durante las reformas de los años ochenta, no se llegó a desmantelar durante este periodo. De este modo, a comienzos de los años noventa los grandes grupos seguían presentando un grado de diversificación muy elevado. Además, la elevada diversificación que seguían manteniendo estos grupos reforzó el proceso de infracapitalización del tejido productivo del país (Culpepper *et al*., 2006). El Estado francés buscó la financiación que se requería para mantener *champions nationaux* ampliamente diversificados mediante el proceso de privatizaciones al que ya se aludió en el capítulo 3: entre 1986 y 1995 se impulsó un proceso de privatizaciones que privilegió al capital nacional, impulsándose la concentración del accionariado en “manos amigas”, lo que dio lugar al modelo de “participaciones cruzadas”.

5.2.4- Extensión de las medidas de refocalización en Francia

A mediados de la década de 1990 confluyen en la economía francesa una serie de fenómenos que determinarán la rápida expansión de las estrategias de refocalización empresarial.

En primer lugar, y como acabamos de ver, la diversificación se mantiene en niveles todavía muy elevados, lo que explica en parte la menor rentabilidad comparada de las firmas francesas en los mercados bursátiles. En segundo lugar, y como ya se comentó en el capítulo 3, los indicadores de rentabilidad de las grandes empresas francesas durante la

primera mitad de los años noventa eran sensiblemente inferiores a los de sus competidoras británicas o alemanas[59]. Además, la generalización del sistema de "participaciones cruzadas" entre las grandes empresas del país se mostró especialmente gravoso y poco funcional con las necesidades de financiación de los grandes grupos empresariales. En el cuadro 3.5 del capítulo 3 pudimos comprobar cómo son precisamente las empresas que presentan una mayor incidencia de las "participaciones cruzadas" en su estructura accionarial las que tienen también mayores problemas de rentabilidad durante la primera mitad de los años noventa.

La confluencia de estos elementos –excesiva diversificación de las grandes empresas, menor rentabilidad comparada y oneroso sistema de participaciones cruzadas– tenía su reflejo en una capitalización bursátil de las empresas francesas inferior a la de sus competidoras europeas y norteamericanas durante este periodo. Esto incrementó la vulnerabilidad de las firmas francesas y determinó un contexto muy propicio para la entrada de los inversores institucionales y la extensión de las medidas de refocalización. Y esto fue precisamente lo que sucedió a partir de 1995-96, una vez que se acelera el proceso de liberalización y de apertura de los mercados financieros franceses.

La extensión de los procesos de refocalización en la economía francesa ha sido muy acusada durante el periodo de 1995-2010. Las grandes empresas han reducido su grado de diversificación de forma acelerada (Culepepper *et al*. 2006; Goyer y Hancké, 2005). Para ello, el principal instrumento utilizado por las empresas han sido las desinversiones: con el objetivo de focalizarse en el corazón de su cadena de valor, las empresas han vendido los activos correspondientes a las líneas de negocio secundarias, o se han separado de ellos mediante operaciones de fragmentación empresarial (*demergers*, *spin-offs*, etc.).

Son numerosos los ejemplos de desinversión durante este periodo: el gigante químico Rhône-Poulenc, tras su privatización en 1993, aceleró su proceso de refocalización desprendiéndose de múltiples líneas de negocio (abandona su rama agroquímica Aventis CropScience, vendida a Bayer en 2002, y posteriormente separará su división química –Rhodia– de la farmacéutica –Aventis–). Danone se ha ido deshaciendo desde la década de 1990 de múltiples divisiones para concentrarse en sus tres negocios principales: lácteos, bebidas y galletas (*Wall Street Journal*, 21/06/2005). Alcatel ha acometido desde el año 2000 un intenso proceso de refocalización en torno a las actividades de telecomunicaciones, desinvirtiendo en el resto de sus líneas de negocio (*Le Monde*, 7/2/2009). Carrefour ha desarrollado desde el año 1995 una intensa desinversión en sus líneas de negocio secundarias (PETsMart, Office Depot, etc.), concentrándose su actividad en los hipermercados y supermercados (*Les Echos*, 27/06/2002). L'Oreal, líder mundial en el terreno de la cosmética, abandona a comienzos de la década de 2000 sus actividades secundarias en el terreno de la moda y la actividad audiovisual (Groupe Marie Claire). Las desinversiones se han producido con particular intensidad en el sector automovilístico francés (Renault, PSA Peugeot-Citroën), que se ha concentrado en aquellas partes de la fabricación que forman el núcleo de sus competencias clave. El gigante petrolero TotalFinaElf, cuarto grupo privado petrolero y gasista a nivel mundial y primera empresa europea por capitalización, se ha deshecho a lo largo de la década de 2000 de diversas líneas de negocio (algunas líneas petroquímicas, fertilizantes, resinas, etc.) para priorizar la cadena de la industria petrolera: exploración, producción, prospección, refinado y distribución.

Incluso algunas compañías tan diversificadas como Vivendi –en este caso tras una

[59] Véase el apartado 3.4.2

enorme presión de los mercados financieros– han ido reduciendo significativamente su perímetro empresarial, concentrándose en un conjunto relativamente reducido de actividades. Así, el que fuese uno de los mayores conglomerados franceses durante la década de 1990 se separó durante la década siguiente de sus filiales originarias en el terreno del agua y la energía (Compagnie Générale des Eaux y Dalkia), de su actividad editorial y de su participación en la constructora Vinci, para concentrar su actividad en Canal Plus y Universal Music Group, vinculadas al sector de las telecomunicaciones (*Financial Times*, 06/02/2009).

Además, la estrategia de refocalización empresarial no se ha limitado únicamente a los grandes grupos empresariales presentes en el CAC-40, sino que se ha extendido al conjunto de empresas cotizadas en bolsa. Muchas de estas empresas (Eiffage-APRR, NordEst, Groupe Flo, Prestige, ArjoWiggins, Rémy Cointreau, Worms et Cie, etc.) han desarrollado planes similares a los anteriormente mencionados.

Comprobemos empíricamente la extensión de las medidas de refocalización en Francia. Una metodología habitualmente utilizada para evaluar el grado de diversificación de una determinada industria o sector consiste en calcular el índice de Herfindahl (*H*) y el índice de Entropía (*E*) de cada una de las empresas que componen el grupo seleccionado (Comment y Jarrel, 1995; Perdreau, 1998; Batsch, 1993). El índice Herfindahl de una empresa se define del siguiente modo:

$$H = \sum_{i=1}^{n} p_i^{\,2} \qquad [1]$$

donde p_i representa el peso relativo de cada elemento en un conjunto de *n* elementos, en este caso, el peso relativo de cada línea de negocio sobre volumen total de ventas de la empresa. La inclusión de una potencia de exponente 2 amplifica el peso de las ramas más importantes. Por tanto, el índice de Herfindahl aumenta a medida que la empresa realiza una mayor parte de sus ventas totales en una determinada línea de negocio (es decir, aumenta con la especialización).

El índice de Entropía de una determinada empresa se define del siguiente modo:

$$E = \sum_{i=1}^{n} p_i \times Ln\left(\frac{1}{p_i}\right) \qquad [2]$$

donde *n* representa el número de actividades de la empresa y p_i el peso relativo de cada actividad (en términos de ventas). A diferencia del índice de Herfindahl, el índice de Entropía otorga el mismo valor a las líneas de negocio grandes y pequeñas de la empresa. Por tanto, a medida que aumenta el número de líneas de negocio, aumenta el valor del índice. Sin embargo, su interpretación es algo más delicada: el valor del índice ofrece poca información en sí mismo; su importancia radica en su evolución. Además, el índice de Entropía es más un indicador de dispersión que de diversidad, dado que evoluciona en función del equilibrio de las distintas actividades. Es decir, dado un número de actividades constantes, el índice de Entropía aumenta si el peso de las actividades se reparte de manera más igualitaria. Un incremento del índice de Entropía se puede producir por tanto por dos motivos (recogiéndose con ello dos formas distintas de diversificación): porque aumente el número de líneas de negocio de la empresa o porque se reequilibre la actividad entre las distintas

líneas.

En los cuadros 5.1 y 5.2 podemos observar la evolución de los índices de Herfindahl y de Entropía respectivamente entre 1995 y 2005, calculados por Kahloul y Hallara (2010) para un conjunto de 69 grandes empresas industriales francesas que cotizan en bolsa.

Cuadro 5.1: Evolución de la estrategia de diversificación de las principales SNF francesas, 1995-2005 (Índice Herfindahl)

	1995-1999	2000-2005	1995-2005
***H* aumenta**	35	43	47
***H* disminuye**	27	16	16
***H* estable**	7	10	6
Total	**69**	**69**	**69**

* Nota: Muestra extraída de la base de datos *Thomson Financial* compuesta por 69 grandes empresas francesas que cumplen los siguientes tres criterios: presentan una cifra de negocio superior a 100 millones de euros, pertenecen al sector industrial y cotizan en bolsa.
Fuente: Kahloul y Hallara (2010: 156)

Cuadro 5.2: Evolución de la estrategia de diversificación de las principales SNF francesas, 1995-2005 (Índice de Entropía)

	1995-1999	2000-2005	1995-2005
***E* aumenta**	30	19	25
***E* disminuye**	36	48	42
***E* estable**	3	2	2
Total	**69**	**69**	**69**

* Nota: se sigue la mima metodología que en el cuadro 5.1
Fuente: Kahloul y Hallara (2010: 156)

Como podemos observar en el cuadro 5.1, el índice de Herfindahl tiende a aumentar entre 1995 y 2005 para 47 de las 69 empresas de la muestra (es decir, para el 68%). Sólo se observan reducciones del índice de Herfindahl para 16 empresas (el 23% de la muestra). Para el resto de empresas el índice permanece estable. Observamos en dicho cuadro además que en la segunda parte del periodo, entre 2000 y 2005, un mayor número de empresas ha reducido su grado de diversificación, en comparación con el periodo 1995-2000.

Los datos reflejados por el cuadro 5.2 ofrecen una imagen similar. El índice de Entropía disminuye para 42 de las 69 empresas de la muestra entre 1995 y 2005 (es decir, para el 61%). La disminución de dicho índice es además más acusada en el periodo 2000-2005.

Podemos decir por tanto que la evolución de los índices de Herfindahl y de Entropía recogida en los cuadros anteriores refleja un generalizado movimiento de las grandes empresas no financieras hacia un menor grado de diversificación.

La intensidad de esta tendencia ha tenido como consecuencia que numerosas empresas

francesas hayan abandonado en la década de 2000 las estrategias de diversificación, posicionándose claramente en un determinado sector, tal y como se muestra en el gráfico 5.1. En dicho gráfico podemos observar cómo en 1986 el 83% de las empresas presentes en la muestra recogida en la tabla 5.1 del anexo estadístico presentaban una estrategia de negocio diversificada, mientras que en 1998 dicho porcentaje ya había descendido al 52%, y al 41% en 2003. Paralelamente, las empresas que presentaban una línea de negocio dominante o una única línea de negocio pasaron entre 1986 y 2003 del 3% al 31%, y del 13% al 28% respectivamente.

Gráfico 5.1: Evolución de la estrategia de refocalización de las principales SNF francesas, 1986-2003 (%)

Fuente: elaboración a partir de los datos de Goyer (2006) y Wittington y Mayer (2000). Ver tabla 5.1 del anexo estadístico.

Otras investigaciones obtienen conclusiones similares, evidenciando una notable extensión de las estrategias de refocalización empresarial en Francia (Perdreau, 1998; Palard, 2006). Sin embargo, esto no quiere decir que hayan desaparecido del tejido productivo francés los conglomerados o las empresas con una elevada diversificación. Este punto debe ser matizado. El proceso al que se ha asistido no es tanto una desaparición de la diversificación empresarial sino una reducción de su peso en la economía y, particularmente, una reorientación de dicha diversificación: en aquellas ocasiones en las que esta diversificación se ha mantenido se ha producido una aproximación de la actividad de las distintas divisiones, de forma que se generasen sinergias a partir de competencias clave transversales a dichas actividades. De este modo, la diversificación –aunque en claro desuso para la mayoría de las grandes empresas francesas–, ha seguido siendo una estrategia útil para algunos conglomerados cuando se ha apoyado en una explotación de determinadas competencias clave coherente entre las diversas divisiones (Markides, 1997; Prahalad y Hamel, 1990)[60].

[60] La multinacional norteamericana 3M se pone tradicionalmente como ejemplo de este tipo de diversificación: lo que aparentemente es una empresa extremadamente diversificada, con multitud de divisiones y que fabrica más de 50.000 productos diferentes en el sector farmacéutico, informático, electrónico, de material de oficinas o de telecomunicaciones, presenta en realidad un elevado grado de coherencia entre sus distintas divisiones en torno

En la medida en que los conglomerados franceses presentaban en los años ochenta elevados niveles de diversificación no relacionada, aquellos que han mantenido su apuesta por la diversificación se han visto obligados, al igual que las empresas que se han recentrado, a realizar importantes desinversiones en algunas divisiones, así como a fusionarse con empresas situadas en similar línea de negocio. Es el caso, por ejemplo, de empresas como TotalElfFina, Valeo, Vivendi, Thales-Thomson o Saint-Gobain que, a pesar de mantener su estrategia de diversificación, han reforzado la coherencia entre sus divisiones deshaciéndose de aquellas que presentaban una menor relación con las competencias clave de la empresa.

5.3- Estrategias de externalización y subcontratación.

5.3.1- La subcontratación como instrumento de refocalización empresarial

Además de las desinversiones, las empresas francesas han utilizado también otros mecanismos para proceder a la focalización exigida por los mercados financieros. En particular, ha cobrado especial importancia la externalización o subcontratación de aquellos procesos productivos que no formaban parte de las competencias clave de la empresa.

Entendemos por externalización lo que la literatura anglosajona engloba bajo el concepto de outsourcing, es decir, el proceso por el cual una determinada empresa pasa a buscar en el mercado algunos bienes, servicios o actividades que hasta la fecha desarrollaba ella misma. Es decir, es el movimiento mediante el cual sale del perímetro de la empresa una determinada actividad productiva, contratándose generalmente con otra empresa la provisión de dicha actividad. Los procesos de externalización y subcontratación pueden desarrollarse en mercados y con empresas nacionales, o en mercados y con empresas extranjeras, como es el caso de la subcontratación internacional (internacional outsourcing).

Nos centramos en este apartado en los procesos de externalización, sin abordar la relocalización internacional de los procesos productivos dentro del perímetro de la propia empresa (las deslocalizaciones internacionales, u offshoring)61. En este último caso, el desplazamiento de la actividad productiva se produce entre varios países distintos, si bien tiene lugar en el seno de la misma empresa.

La externalización de procesos productivos es generalmente interpretada por los mercados financieros como una parte consustancial al proceso de refocalización de la empresa y, por ello, es saludada favorablemente. Estas estrategias presentan una serie de ventajas para las empresas que las practican.

En primer lugar, y frente a las estructuras de tipo conglomerado, la externalización genera un ahorro de costes fruto de la especialización, y de la fuerte capacidad de presión que los grandes grupos son capaces de desarrollar sobre las empresas subcontratadas y sobre los trabajadores de estas empresas. Así, el proveedor es capaz generalmente de proporcionar el producto a un precio inferior al que lo fabricaría la propia empresa cliente. Esto se hace particularmente patente cuando la externalización toma la forma de subcontratación internacional en zonas de bajos salarios y ausencia de derechos laborales62.

En segundo lugar, la empresa que externaliza obtiene una notable ganancia en

---

a una serie de activos y competencias bien definidas (tecnologías plásticas, adhesivas y abrasivas).

[61] Para profundizar en los distintos conceptos relacionados con la subcontratación, la subcontratación internacional y las deslocalizaciones, véase (Álvarez y Luengo, 2009a).

[62] Según Artus (2005: 20-22) las subcontrataciones internacionales en los países de Europa del Este suponen de media una reducción en el coste salarial unitario de aproximadamente el 50% con respecto a la UE, y del 85% si se llevan a cabo en China.

flexibilidad, en la medida en que transfiere numerosos riesgos de su actividad empresarial hacia el proveedor: se convierten en costes variables lo que antes eran costes fijos, externalizándose igualmente parte del impacto laboral de los nuevos objetivos financieros impuestos.

En tercer y último lugar, existe una ganancia organizacional derivada del aligeramiento de la estructura empresarial, lo que hace que la empresa sea más fácil de gestionar y pueda ser además evaluada más nítidamente por los mercados bursátiles.

Estas estrategias de reducción del activo, y particularmente del activo inmovilizado, se reservaron inicialmente para las funciones periféricas de las empresas (limpieza, mantenimiento, restauración, etc.). Sin embargo, con el tiempo, la presión por mejorar la rentabilidad mediante la reducción de los costes ha empujado a que la externalización se extienda a funciones logísticas (sistemas de información, contabilidad, gestión de flujos físicos, etc.) e, incluso, al propio proceso productivo de la cadena de valor (fabricación, montaje, etc.) (Batsch, 2002).

De este modo, algunos grandes grupos franceses se presentan hoy –al igual que sus homólogos norteamericanos, británicos o alemanes– como “empresas sin fábrica” (fabless), es decir, como meros “creadores” que concentran exclusivamente sus esfuerzos sobre determinadas competencias clave, como la innovación y la concepción. Resulta significativo en este sentido que la empresa Renault, verdadero icono del sector industrial francés, se presente como “creador de automóviles”, en lugar de constructor, o que una empresa como Alcatel haya reducido entre 1995 y 2009 de 250 a apenas 100 los centros de producción propios con los que cuenta.

5.3.2- Dimensión de los procesos de subcontratación

La generalización de las estrategias de externalización en el tejido productivo francés puede apreciarse mediante diversos indicadores. Sorprende no obstante el escaso número de trabajos empíricos existentes sobre la materia[63].

A partir de la Enquête Annuelle d’Entreprises, elaborada anualmente por el Service des Etudes et des Statistiques Industrielles (SESSI) del Ministère de l'Économie, des Finances et de l’Industrie, es posible evaluar el impacto que ha tenido el fenómeno de la subcontratación en el tejido productivo francés. Esta base de datos permite analizar, en primer lugar, la llamada “tasa de integración” (ratio valor añadido bruto/volumen de negocio), que ofrece una medida del valor añadido que es incorporado por las empresas industriales respecto de sus ventas totales (ver gráfico 5.2) y, con ello, una medida de la externalización de la producción (Bastch, 2002). Además, en el gráfico 5.3, y con la intención de ampliar la serie estadística facilitada por la Enquête Annuelle d’Entreprises, presentamos una aproximación de dicha tasa de integración a partir de la información suministrada por la contabilidad nacional del INSEE.

Podemos observar en el gráfico 5.2 cómo se ha producido una importante reducción de la tasa de integración en el tejido productivo francés desde la segunda mitad de la década de 1990, que evidencia la extensión del fenómeno de la externalización productiva. Además, el gráfico 5.3, que presenta una aproximación de largo plazo de la tasa de integración, muestra el mismo fenómeno. En este caso, y dado que la contabilidad nacional presenta una serie estadística más larga que la del SESSI, es posible apreciar el punto de inflexión que supone la década de 1990 en la evolución de la tasa de integración.

[63] Una interesante aproximación empírica a este tema puede verse en Thévenot y Valentin (2004).

Gráfico 5.2: Tasa de integración de la industria francesa, 1990-2007,
(VAB/volumen de negocio, %)

* La *Enquête Annuelle d'Entreprises* abarca al conjunto de empresas industriales francesas de más de 20 trabajadores (salvo el sector agroalimentario). El volumen de negocio incluye el monto total de ventas de las empresas, más los productos fabricados no vendidos. La tasa de integración del sector manufacturero corresponde a los subsectores de bienes de consumo, bienes de equipo, automóvil y bienes intermedios. La tasa de integración del total de la industria incluye además el sector energético.
Fuente: *Enquêtes Annuelles d'Entreprises*, SESSI

Gráfico 5.3: Tasa de integración de las SNF francesas, 1949-2009,
(VAB/producción a precios de mercado**,** %)

* En este caso elaboramos la tasa de integración a partir de la *Compte des sociétés non financières* de la Contabilidad Nacional del INSEE. Aproximamos la tasa de integración como el ratio entre el valor añadido bruto de las SNF y su producción a precios de mercado.
Fuente: INSEE, *Compte des sociétés non financières*.

La *Enquête Annuelle d'Entreprises* permite construir también un indicador que da una idea más exacta del proceso de externalización de la producción: el peso de la subcontratación en la industria francesa, tal y como refleja el gráfico 5.4. Podemos observar en este gráfico cómo ha aumentado el peso de la subcontratación total y también el de la subcontratación industrial. Mientras que en 1996 la ratio de subcontratación total encargada respecto al volumen de negocio era del 9,6%, dicho porcentaje aumentó hasta el 13,9% en 2007. El peso de la subcontratación industrial sobre el volumen de negocio de la industria pasa del 6,6% al 11,1% durante este mismo periodo.

Gráfico 5.4: Peso de la subcontratación en la industria francesa, 1996-2007,
valor de la subcontratación/volumen de negocio (%)

* La subcontratación total se define como el monto total de la subcontratación encargada por las empresas francesas a otras empresas. La subcontratación industrial se define como aquella parte de la subcontratación total vinculada con operaciones de concepción, elaboración, fabricación, puesta en funcionamiento o mantenimiento, dado un ciclo de producción determinado.
Fuente: *Enquêtes Annuelles d'Entreprises*, SESSI.

Otras investigaciones presentan resultados similares a los aquí mostrados. Es el caso del trabajo de Thévenot y Valentin (2004) quienes, a partir de una base de microdatos (que incluye más de 20.000 empresas) facilitada por el SESSI, concluyen que durante este periodo se ha producido un importante incremento de la subcontratación, con un aumento notable tanto del número de empresas que recurren a este tipo de estrategias, como de la tasa de subcontratación de cada una de las empresas.

Thévenot y Valentin (2004) definen un indicador de la subcontratación industrial –la tasa de subcontratación industrial media (TSCI)–, que se centra en los comportamientos individuales de las empresas y que es igual a la media de las tasas de subcontratación de cada una de las empresas que componen la industria, es decir la media de la ratio entre los gastos en subcontratación de cada empresa y su cifra de negocio:

$$TSCI^t = \frac{1}{N}\sum_{i=1}^{N}\frac{SC_i^t}{VN_i^t} \qquad [3]$$

En la expresión [3], donde SC_i^t representa los gastos en subcontratación de la empresa *i* en el año *t* y VN_i^t representa el volumen de negocio de la empresa *i* en el año *t*. Como podemos ver en el gráfico 5.5, la TSCI de las empresas francesas ha pasado entre 1984 y 2000 del 4,5% al 7,8% (Thévenot y Valentin, 2004: 12). En este periodo se han experimentado tres fases en la evolución de esta tasa: entre 1984 y 1990, en pleno proceso de reestructuración de las grandes empresas nacionalizadas, se produce un fuerte crecimiento de la subcontratación industrial, a un ritmo anual del 6,6%. Entre 1990 y 1995, una vez finalizada la primera oleada de reestructuraciones empresariales, se produce una notable ralentización de este crecimiento, pasando a ser del 1,75% anual. Será durante el periodo de 1995-2000 cuando dicho crecimiento se volverá a acelerar, como consecuencia de la llegada de los inversores financieros internacionales y del proceso de refocalización de las grandes empresas. Así, entre 1995 y 2000 el crecimiento anual de la TSCI pasa a ser del 2,2%.

Gráfico 5.5: Evolución de la TSCI en la industria francesa, 1984-2000, (%)

Fuente: *Enquêtes Annuelles d'Entreprises*, SESSI. Tomado de Thévenot y Valentin (2004: 12)

A lo largo de las últimas décadas no hemos asistido únicamente al incremento de la subcontratación que tiene lugar en el marco de la economía nacional. También la subcontratación con empresas extranjeras ha alcanzado una dimensión considerable en la economía francesa (Fontagné y Lorenzi, 2005), como podemos apreciar en el cuadro 5.3.

La importancia de estos procesos de externalización es mayor en las empresas de mayor tamaño, tal y como cabría esperar: entre el 25% y el 35% de las grandes empresas industriales del país tienen al menos una relación de suministro importante con un subcontratista extranjero, suministro que supera en este caso el 20% del volumen de ventas. La importancia que tiene la subcontratación con empresas extranjeras, respecto de la subcontratación total, llega a ser incluso del 30% para las empresas de más de 500

trabajadores en el año 2002.

Mouhoud (2006: 32) estima que de los casi 9000 grupos industriales franceses, unos 3500 son de carácter internacional. Según este autor, el 35-40% del total de las importaciones intragrupo de estos grupos internacionales provienen de aquellos países donde típicamente se asientan las operaciones de subcontratación internacional.

Cuadro 5.3: Empresas que tienen al menos una relación de suministro importante con un subcontratista extranjero, 2002

Tamaño de la empresa	Número de empresas en industria manufacturera	Peso de las empresas que tienen al menos una relación de suministro importante con un subcontratista extranjero			
		Número de empresas	% del total de empresas	% del total del volumen de ventas	% de la subcontratación industrial total (*)
20 a 99 trabajadores	14.282	1.255	8,8	11,8	15,6
100 a 249 trabajadores	3.115	526	16,9	15,8	18,6
250 a 449 trabajadores	1.106	237	21,4	21,3	25,1
500 trabajadores o más	874	222	25,4	24,8	29,9
Fuera de la serie	664	234	35,2	35,6	31
Industria manufacturera	20.042	2.474	12,3	22,1	27,2
sin automóvil	19.505	2.413	12,4	22,9	35,4

Nota: el criterio por el cual se considera que una empresa tiene una relación de suministro importante con un subcontratista extranjero es que la empresa responda afirmativamente a esa pregunta en la ERIE-2002.
(*) Para el conjunto de la industria manufacturera y no sólo para las empresas que tienen al menos una relación importante de subcontratación.
Fuente: SESSI, *Enquête sur les Relations Inter-entreprises (ERIE) 2002* y *Enquêtes Annuelle d'Entreprise*.

5.4- Fusiones y adquisiciones: construyendo líderes de mercado

5.4.1-Liberalización de los mercados financieros y operaciones de fusión y adquisición

Para crecer una empresa puede adoptar dos estrategias: el crecimiento interno (creación de nuevas capacidades de producción) o el crecimiento externo (adquisición de una empresa ya existente, o de parte de ella). Como ya vimos en el capítulo 4, la formación bruta de capital fijo se ha ido ralentizando durante las últimas décadas en el sector no financiero francés. Por el contrario, y como veremos en este apartado, las operaciones de crecimiento externo en Francia han experimentado una fuerte expansión desde la década de 1990.

En la medida en que el crecimiento externo pasa por la toma de control de una empresa, hablamos de fusión o de adquisición. En el primer caso, dos o más sociedades se disuelven para formar una nueva empresa que incorpora la totalidad de sus activos; en el segundo, una sociedad absorbente recibe los activos y las deudas de una sociedad absorbida que desaparece.

El proceso de fusiones y adquisiciones de las últimas décadas forma parte del secular

proceso de centralización del capital. Sin embargo, este fenómeno se ha acelerado espectacularmente en Francia a partir de 1995-96, debido a diversos factores. Entre estos factores destacan dos: por un lado, la búsqueda de los grupos franceses del tamaño crítico necesario para competir en el nuevo mercado único europeo y en el mercado mundial y, por otro, la liberalización de los mercados financieros franceses y la mayor capacidad de presión de los accionistas. Analizaremos este último factor.

¿Acaso las fusiones y adquisiciones no son prácticas disonantes con las otras dos estrategias impulsadas por los mercados financieros (refocalización sobre las competencias clave y externalización de las actividades menos rentables)? Al contrario, estos tres tipos de estrategias –que se han dado conjuntamente y se han traducido en una fuerte reestructuración del perímetro empresarial de las sociedades francesas– presentan una evidente coherencia interna: los mercados financieros premian a aquellas empresas que han apostado por focalizar su actividad productiva sobre una serie bien definida de competencias clave, que se desprenden de actividades y líneas de negocio secundarias, y que además se fusionan con otras empresas de similar corazón estratégico para garantizarse con ello posiciones de liderazgo en su sector de actividad (Brandimarte *et al.*, 2001; Coutinet y Sagot-Duvauroux, 2003; Demartini y Deneuve, 2000).

El repliegue sectorial –fruto de las medidas de refocalización– ha ido por tanto acompañado de una expansión geográfica y de mercado, a través de las operaciones de fusión y adquisición. Así, la internacionalización y expansión de las empresas francesas desde 1995 no ha pasado por la diversificación, como en décadas anteriores, sino por la adquisición de una posición de fuerza en mercados bien definidos.

Las operaciones de fusión y adquisición han colaborado en el abandono de aquellas divisiones e industrias de menor rentabilidad, en la reducción del exceso de capacidad instalada así como en la disgregación de los grandes conglomerados franceses. Es decir, estas estrategias han permitido llevar a cabo con más rapidez y eficacia el proceso de refocalización y reestructuración de las grandes empresas francesas. Con ello, las estrategias de fusión y adquisición se han convertido en un instrumento más incorporado por las direcciones empresariales para garantizar la creación y maximización de valor para el accionista (Kechidi, 2004).

Dada la aceleración de las operaciones de fusión y adquisición a nivel mundial, una abundante literatura ha surgido para tratar de evaluar la relación de dicho fenómeno con la rentabilidad. De modo general, dos líneas de trabajo se han desarrollado. La primera de ellas ha tratado de establecer el impacto a corto y medio plazo entre las operaciones de fusión y adquisición, y los ingresos derivados de estas operaciones para los accionistas (Chalety-Lepers y Sassenou, 1994; Phélizon, 1999). La segunda línea de trabajo –más allá del impacto inmediato sobre el valor accionarial creado para los accionistas– se ha centrado en el impacto de estas estrategias sobre la rentabilidad económica de las empresas a largo plazo (Kremp, 1995; Pécherot, 2000). La primera de estas líneas de trabajo nos resulta particularmente interesante, dado que permite examinar la incidencia inmediata de las operaciones de fusión y adquisición sobre la rentabilidad financiera y, por tanto, la presión a la que se ven sometidas las empresas para adoptar estas estrategias.

Los diversos estudios empíricos que analizan el impacto de las fusiones y adquisiciones en los casos de OPAs o de operaciones de intercambio de acciones, concluyen que para el caso francés existe una ganancia global para los accionistas que puede oscilar entre el 10% y el 30% del valor bursátil de la empresa, según el periodo estudiado y que la firma sea adquirida o adquirente (Chalety-Lepers y Sassenou, 1994; Hamza, 2007; Phélizon, 1999 y 2001; Tichy, 2001; Demartini y Deneuve, 2000).

En general, los rendimientos de las firmas adquiridas son casi siempre positivos mientras que, en el caso de las firmas adquirentes, los rendimientos dependen del juicio realizado por el mercado y de la evaluación que éste haga de la prima pagada por la empresa en el proceso de adquisición. Si el mercado considera que la prima se corresponde efectivamente con la rentabilidad conjunta esperada para ambas empresas, los resultados serán positivos, y serán más limitados, o incluso negativos, en caso contrario.

Son varias las razones que explican la capacidad que tienen las fusiones y adquisiciones para incrementar –al menos a corto plazo y desde el punto de vista de los inversores financieros– el valor accionarial de las empresas[64]. En primer lugar, las fusiones y adquisiciones generan economías de escala que permiten reagrupar el conjunto de factores de producción de ambas empresas y disminuir los costes medios. En segundo lugar, las fusiones exitosas generan sinergias positivas resultantes de la concentración y la integración de unidades, de forma que el valor global de la empresa resultante es superior a la suma de los valores de cada una de ellas. En tercer lugar, las fusiones y adquisiciones constituyen un método privilegiado de penetración en mercados extranjeros (en el caso de las fusiones transfronterizas), así como de consolidación de una posición de liderazgo en un determinado sector. Y, por último, estas estrategias constituyen una forma de afianzar la dimensión transnacional de las grandes empresas, garantizando su presencia simultánea en distintas economías y, con ello, las ventajas derivadas de dicha internacionalización (transferencia de beneficios para minimizar el pago de impuestos, aprovechamiento de las distintas características nacionales para emplazar de forma eficiente los distintos segmentos de la cadena de valor, etc.).

La rápida liberalización de los mercados financieros franceses ha impulsado las estrategias de fusión y adquisición por dos razones. La primera de ellas ya ha sido revisada: la presión ejercida por los inversores institucionales para impulsar el valor accionarial y las reestructuraciones empresariales. Pero además, y en segundo lugar, la liberalización de los mercados de capitales franceses ha facilitado enormemente los diversos modos de financiación de estas estrategias.

La financiación de las operaciones de fusión y adquisición pasa fundamentalmente por dos métodos. El primero de ellos, cada vez más utilizado en Francia, consiste en un *swap* de acciones entre las dos empresas. En esta operación la empresa compradora emite títulos que ofrece a los accionistas de la empresa comprada (este procedimiento resulta particularmente ventajoso cuando las acciones de la firma compradora están sobrevaloradas). El segundo de los métodos, el más empleado a pesar del reciente crecimiento del anterior, es la financiación mediante los recursos propios de las firmas o mediante el endeudamiento. Este último ha sido muy utilizado durante el periodo 1998-2008, dado que los tipos de interés han sido reducidos y los rendimientos bursátiles crecientes.

En particular, las operaciones de LBO (*leveraged buy out*, es decir, adquisición de una empresa mediante apalancamiento financiero) se han extendido rápidamente por el tejido productivo francés. Por ejemplo, sólo en el año 2001 fueron contabilizadas 126 operaciones de este tipo entre las grandes empresas del país (Coutinet y Sagot-Duvauroux, 2003: 13). En este caso, un inversor utiliza un fuerte nivel de endeudamiento para, a través de una sociedad holding y con escasos requerimientos de capital propio, comprar una sociedad con

[64] No entramos a valorar en este punto la polémica existente en la literatura sobre F&A acerca de la capacidad real que tienen estas estrategias para consolidar en el tiempo el valor accionarial creado en el corto plazo. En este sentido, algunos estudios señalan un fracaso de las F&A en la consolidación de dicha rentabilidad a largo plazo (Straub, 2007; Tichy, 2001).

la que posteriormente fusionarse. La firma resultante asumirá la deuda utilizada por el inversor para la compra, que será pagada a con los beneficios generados por la sociedad adquirida, así como con la venta de aquellos activos y unidades de negocio de dicha sociedad que sean secundarios en su actividad. Para que la operación resulte exitosa, por tanto, la tasa de rentabilidad de la firma adquirida debe ser superior al tipo de interés de la deuda utilizada para adquirirla.

Además, y contrariamente a la idea de que las empresas adquiridas mediante operaciones de LBO son empresas con problemas de rentabilidad, estas operaciones en Francia impactan habitualmente en empresas cuya situación financiera es mejor que otras empresas del mismo sector (Desbriéres y Schatt, 2002).

5.4.2- Las operaciones de fusión y adquisición en Francia entre 1995 y 2009

A lo largo del siglo XX han existido en la economía mundial diversas oleadas de fusiones y adquisiciones (en las décadas de 1920, 1960 y 1980). Desde mediados de la década de 1990, asistimos a una nueva oleada en Europa, particularmente más intensa en Francia por el acelerado proceso de liberalización financiera. El sistema francés de “núcleos duros” y “participaciones cruzadas”, característico de la primera mitad de la década de 1990, estalla a partir de 1995-96 debido a la presión de los mercados financieros. A partir de ese momento las empresas francesas, durante mucho tiempo protegidas por la intervención estatal, pasan a convertirse en blancos privilegiados de los inversores internacionales y, también, en compradoras de otras empresas tanto nacionales como extranjeras.

Como se puede ver en los gráficos 5.6 y 5.7, el mercado de fusiones y adquisiciones experimentó en Francia un aumento espectacular a partir de 1995-96. A partir de esa fecha aumentan las operaciones tanto nacionales como transfronterizas (gráfico 5.6). Las operaciones de fusión y adquisición representaban antes de esa fecha un 6-7% del valor añadido bruto generado por las sociedades francesas (gráfico 5.7). Sin embargo, a partir de 1995-96 el valor de dichas operaciones se incrementa espectacularmente hasta alcanzar el 43,6% del valor añadido bruto en el año 2000, estabilizándose posteriormente a un nivel inferior aunque aún elevado (en torno al 15%).

De este modo, a finales de la década de 1990 Francia se situaba ya por delante del resto de economías europeas –salvo el Reino Unido– en el mercado de fusiones y adquisiciones (gráfico 5.8).

Durante los últimos años de la década de 1990 se elevó notablemente el valor medio de las operaciones de fusión y adquisición debido a la entrada de los grandes grupos franceses en este mercado: en 1996 se produce la fusión de AXA y UAP (7100 millones de euros), en 1997 la de Suez con Lyonnaise des Eaux (7561 millones de euros), y en 1998 la de AGF y Allianz (9512 millones de euros). En 1999 se producen las fusiones de TotalFina-Elf, Rhône-Poulenc-Höechst, BNP-Paribas y Carrefour-Promodès. Estas operaciones, aunque han tenido mayor incidencia en el sector servicios (particularmente en los suministros básicos, la distribución, el sector de las telecomunicaciones, la banca y los seguros), han afectado al conjunto del tejido productivo francés, desarrollándose también en la industria química, los trasportes, los bienes de equipo y eléctricos, la industria agroalimentaria y la industria metalúrgica, como muestra el cuadro 5.4.

Gráfico 5.6: Mercado de fusiones y adquisiciones en Francia, 1990-2009,
(millones de euros, sociedades financieras y no financieras)

*Se presentan datos del conjunto de las sociedades francesas, financieras y no financieras, dada la imposibilidad de separar los datos de las sociedades no financieras en nuestra fuente estadística.
Fuente: Fusions-Acquisitions Magazine (2010)

Gráfico 5.7: Operaciones de fusión y adquisición en Francia, 1990-2009,
(sociedades financieras y no financieras, % VAB)

*Se presentan datos del conjunto de las sociedades francesas, financieras y no financieras, dada la imposibilidad de separar los datos de las sociedades no financieras en nuestra fuente estadística.
Fuente: Fusions-Acquisitions Magazine (2010) y INSEE, *Comptes nationaux, Compte des sociétés non financières* y *Compte des sociétés financières*.

Gráfico 5.8: Mercado mundial de fusiones y adquisiciones: diez primeros países compradores, 1999 (millones de dólares)

Fuente: *KPGM Corporate Governance* (octubre 1999), tomado de Demartini y Deneuve (2000)

Cuadro 5.4: El mercado de F&A por sector de actividad, Francia, 1998 y 2009 (según el sector de la compañía adquirida)

	1998*		2009	
SECTOR	**M€**	**Número**	**M€**	**Número**
Bancos, compañías de seguro	36358	140	35893	29
Distribución	14665	97	1630	28
Servicios y suministros	11758	184	31241	214
Comunicaciones, edición	4775	75	1443	33
Química, Farmacia	2930	62	6541	69
Transportes, equipos de transp.	2835	58	1152	61
Bienes de equipo y eléctricos	2725	70	3123	64
Textil, confección	868	45	28	20
Agroalimentaria	800	69	5319	50
Metalúrgica, siderúrgica	671	32	310	18
Construcción, inmobiliaria	604	10	632	27
Madera, papel, muebles	574	21	36	22
Restauración	272	13	135	3
Otros	3339	41	203	29
Total	**83174**	**917**	**88216**	**645**

* Para el año 1998 únicamente se contabilizan las adquisiciones franco-francesas y las adquisiciones de firmas francesas en el extranjero, pero no las adquisiciones de firmas extranjeras en Francia. En el año 2009 se contabilizan los tres tipos de transacciones
Fuente: Fusions-Acquisitions Magazine (2010)

RESUMEN

En este capítulo hemos revisado cómo el proceso de financiarización de las empresas francesas ha modificado su perímetro y su frontera de negocio. Hemos podido comprobar cómo la rápida liberalización financiera de mediados de los años noventa y la entrada de los inversores institucionales en el capital accionarial de las grandes empresas, se ha traducido en una apuesta de éstas por la refocalización de su actividad en torno a una serie de competencias bien definidas, la externalización de sus actividades secundarias y el crecimiento externo –vía fusiones y adquisiciones–. Estas estrategias son coherentes con la lógica de "disminuir y distribuir" ya vista en el capítulo 4, en el que se analizó la apuesta de las empresas por la distribución de dividendos frente a su acumulación e inversión en forma de formación bruta de capital fijo. Las empresas han optado, en efecto, por aumentar su rentabilidad racionalizando y disminuyendo su activo, incrementando sus inversiones en títulos financieros, al tiempo que transferían dicha rentabilidad a los mercados financieros y bloqueaban el crecimiento interno y la expansión productiva. Cuando las grandes empresas han acometido procesos de expansión lo han hecho fundamentalmente a través del crecimiento externo, y no mediante la formación de capital.

En el siguiente capítulo analizamos empíricamente –a través de un estudio microeconométrico– el impacto que la lógica de "disminuir y distribuir" revisada en los capítulos 4 y 5 ha tenido sobre la inversión productiva en Francia.

Capítulo 6 Financiarización e inversión empresarial en el tejido productivo francés: un estudio microeconométrico con datos de panel

6.1- La econometría de datos de panel
- **6.1.1- El modelo lineal de datos de panel**
- **6.1.2- Diferentes métodos de estimación**
- **6.1.3- Selección del método de estimación**

6.2- Financiarización e inversión: especificación teórica del modelo
- **6.2.1- *Cash flow*, beneficio retenido e inversión**
- **6.2.2- Ratio de endeudamiento e inversión**
- **6.2.3- Pagos a los mercados financieros e inversión**
- **6.2.4- Ingresos financieros e inversión**
- **6.2.5- Especificación estadística del modelo de inversión**

6.3- Análisis de los datos de la muestra: población, periodo de análisis y variables

6.4- Estimación, resultados y discusión del modelo de inversión
- **6.4.1- Estimación y elección del método de estimación**
- **6.4.2- Resultados y discusión del modelo**

6.5- Análisis de la robustez del modelo de inversión
- **6.5.1- Análisis de la robustez del modelo**
- **6.5.2- Modelizando la heterocedasticidad y la autocorrelación: los modelos FGLS.**

A lo largo de los capítulos 4 y 5 hemos analizado cómo la financiarización de las estrategias empresariales se ha traducido en nuevas pautas de inversión y de reestructuración del perímetro empresarial.

En concreto, hemos comprobado cómo los pagos a los mercados financieros y el "efecto desplazamiento" sobre las decisiones de inversión productiva han conllevado una ralentización de la formación bruta de capital fijo en las empresas francesas. Hemos contrastado empíricamente este proceso a partir de datos de la contabilidad nacional francesa, es decir, de forma agregada para el conjunto de las empresas no financieras.

No obstante, resultaría interesante poder complementar este examen con un análisis microeconómico más detallado, que utilice los microdatos como base para el estudio de la financiarización. Eso es precisamente lo que pretendemos hacer en este capítulo: utilizaremos el análisis microeconométrico para estudiar las consecuencias del proceso de financiarización de las estrategias empresariales sobre la inversión productiva. Para ello, utilizaremos una metodología de datos de panel a partir de la información estadística proporcionada por la base de datos Orbis para el periodo 2000-2008.

La estructura que presenta este capítulo es la siguiente: en primer lugar, hacemos una breve introducción a la econometría de datos de panel, en la que se revisan los principales métodos de estimación utilizados en la disciplina. En segundo lugar, desarrollamos un modelo explicativo de la inversión empresarial, que trata de dar cuenta del posible proceso de financiarización empresarial. En el tercer apartado del capítulo estudiamos con detenimiento los datos de la muestra con los que contamos: su origen, la población representada, el periodo de análisis, las variables que utilizamos y, finalmente, el método utilizado para la eliminación de valores extremos. En cuarto lugar damos cuenta de las distintas estimaciones realizadas para analizar la estructura de panel de datos con la que contamos, así como de los criterios de selección que utilizamos para elegir entre las diversas técnicas a nuestro alcance. Asimismo, en el cuarto apartado se procede a la discusión de los principales resultados del modelo estimado. Finalmente, en el quinto apartado analizamos la robustez de nuestro modelo y proponemos alternativas para superar los problemas estadísticos asociados a nuestras estimaciones.

6.1- La econometría de datos de panel

Econometría significa, literalmente, "medición económica". Así, podríamos definir la econometría como aquella disciplina en la cual "las herramientas de la teoría económica, las matemáticas y la inferencia estadística son aplicadas al análisis de los fenómenos económicos" (Goldberger, 1964: 1). En este capítulo nos serviremos de esta herramienta para validar empíricamente una de las hipótesis de nuestra investigación. No obstante, resulta importante señalar que nuestro trabajo no pretende ser una investigación econométrica, sino que simplemente pretende utilizar este instrumento como un apoyo más para validar empíricamente nuestras hipótesis de trabajo. Así, complementaremos el análisis macroeconómico desarrollado en capítulos anteriores con el instrumental econométrico desarrollado en este capítulo y en el capítulo 8. Creemos conveniente por ello –dado el carácter exploratorio y acotado con el que en esta investigación se utiliza el aparato econométrico– desarrollar una breve introducción a la econometría de datos de panel.

Los datos que generalmente están disponibles para el análisis empírico son de tres tipos: series temporales, datos de sección cruzada y datos de panel. En las series temporales se observan los valores de una o más variables durante un determinado periodo de tiempo. En los datos transversales o de sección cruzada se recopilan, para varias unidades muestrales, los valores de una o más variables en un determinando momento del tiempo. Los datos de

panel presentan la doble dimensión de espacio y tiempo: son datos que estudian una determinada serie de unidades transversales a lo largo del tiempo.

Para obtener los datos de panel se sigue –con todas las dificultades prácticas que ello conlleva– a los mismos individuos, familias, empresas, ciudades, Estados, etc., a lo largo del tiempo. Teniendo en cuenta el tipo de seguimiento que se haga de los individuos, podemos hablar de paneles de datos balanceados, o paneles de datos no balanceados. En el primero de los casos, cada unidad transversal presenta el mismo número de observaciones a lo largo del tiempo, mientras que los paneles no balanceados se caracterizan porque el número de observaciones recogidas a lo largo del tiempo difiere entre los individuos que componen el panel.

Las estimaciones con datos de panel se consideran el método analítico más reciente y eficiente para el desarrollo de modelos econométricos (Asteriou, 2006: 368), dado que presentan numerosas ventajas en la investigación económica aplicada. Baltagi (2001), Gujarati (2004) y Hsiao (2003) enumeran las siguientes:

a) Puesto que los datos relacionan individuos, empresas, países, etc., a lo largo del tiempo, no existe límite alguno para la heterogeneidad entre estas unidades. Las técnicas de estimación de datos de panel pueden tener en cuenta de manera explícita tal heterogeneidad al permitir la existencia de variables específicas individuales. De hecho, el principal objetivo al utilizar los datos de panel es capturar la heterogeneidad no observable, ya sea entre distintos individuos o en el tiempo, dado que esta heterogeneidad no se puede detectar ni con análisis de series temporales ni tampoco con estudios de corte transversal.
b) Los datos de panel incrementan el número de observaciones disponibles y permiten una mayor variabilidad entre los individuos, una menor colinealidad entre las variables, más grados de libertad y mayor eficiencia en las estimaciones.
c) Al estudiar la evolución en el tiempo de una determinada sección transversal, los datos de panel resultan más adecuados para estudiar las dinámicas de cambio.
d) Los datos de panel permiten estudiar modelos de comportamiento complejos, pudiendo detectarse mejor efectos que no pueden observarse en secciones transversales o en series temporales.
e) Al incrementar el número disponible de observaciones, los datos de panel minimizan el sesgo asociado a la inclusión de nuevos casos en el estudio.

No obstante, el uso de datos de panel también presenta importantes limitaciones, entre las que cabría destacar dos:

1) La principal desventaja asociada a la utilización de datos de panel se relaciona con la obtención y procesamiento de la información estadística de las unidades de la muestra. La obtención de información de dichas unidades individuales a lo largo del tiempo genera importantes dificultades prácticas, no siendo siempre posible contar con datos de panel balanceados.
2) En ocasiones, la dimensión temporal de los datos de panel es limitada, lo que invalida algunos de los argumentos asintóticos y hace que la mayor parte de éstos vaya a recaer en el tamaño del corte transversal.

6.1.1- El modelo lineal de datos de panel

Un panel de datos está formado por una muestra que contiene *N* unidades de sección

cruzada (por ejemplo, empresas), que son observadas in *T* diferentes momentos del tiempo. Consideremos por ejemplo un modelo lineal simple con una única variable explicativa:

$$Y_{it} = \alpha_{it} + \beta X_{it} + u_{it} \qquad [1]$$
$$i=1,2\ldots,N \qquad ; \qquad t=1,2,\ldots T$$

En la expresión [1] el subíndice *i* de las variables *X* e *Y* refleja la dimensión transversal, y el subíndice *t* la dimensión temporal. Si en lugar de una variable explicativa, nuestro modelo tuviese varias variables explicativas, la ecuación [1] pasaría a tener la siguiente forma:

$$Y_{it} = \alpha_{it} + \sum_{k=1}^{K} \beta_k X_{kit} + u_{it} \qquad [2]$$
$$i=1,2\ldots,N \qquad ; \qquad t=1,2,\ldots T$$

En este caso, la ecuación [1] pasa a ser evaluada en función de un vector de variables explicativas $\sum_{k=1}^{K} X_k$.

Hemos dicho que la principal virtud de los datos de panel es que permiten tratar la heterogeneidad de las unidades de la muestra (Kennedy, 2003). Los modelos de sección cruzada se caracterizan por registrar una miríada de variables explicativas no especificadas que afectan el comportamiento de los diversos individuos analizados (empresas, países, etc.). Heterogeneidad en este caso significa que estas microunidades son diferentes unas de otras, y que dicha diferencia no puede ser recogida en una determinada variable. La omisión de dichas variables causa sesgos en la estimación. Lo mismo sucede en los modelos de series temporales con las variables omitidas que influyen en el comportamiento de las microunidades uniformemente, pero diferenciadamente en cada periodo de tiempo. Los modelos con datos de panel permiten corregir estos sesgos.

Es habitual por ello interpretar los modelos de datos de panel a través de las distintas componentes del error estadístico (Baltagi, 2005; Hsiao, 2003; Wooldridge, 2002). Así, el término de error u_{it} incluido en la ecuación [1] puede descomponerse de la siguiente manera:

$$u_{it} = \mu_i + \delta_t + \varepsilon_{it} \qquad [3]$$

En la ecuación [3] μ_i representa los efectos no observables que difieren entre las distintas unidades muestrales pero no en el tiempo; son efectos no observables asociados por tanto con características propias de los individuos. δ_t identifica los efectos no cuantificables que varían en el tiempo pero no entre las distintas unidades de estudio. Finalmente, ε_{it} se refiere al término de error puramente aleatorio.

La mayoría de las aplicaciones con datos de panel utilizan el modelo de componente de error conocido como *one way*, según el cual el valor del término δ_t es igual a 0 (Mayorga y Muñoz, 2000). Es decir, supondremos que no existen efectos no cuantificables que varíen a lo largo del tiempo pero no entre los individuos de la muestra. A partir de ahí, los diferentes métodos de estimación que consideramos surgen de los distintos supuestos que hacemos

acerca del término μ_i:

1) El caso más sencillo es cuando consideramos que $\mu_i = 0$, es decir, que no existe heterogeneidad no observable entre los individuos de nuestra muestra. En este caso, el término de error u_{it} satisface todos los supuestos del modelo lineal general, por lo que el método de estimación de mínimos cuadrados ordinarios (MCO) produce la mejor estimación.
2) La segunda alternativa consiste en suponerle a μ_i un efecto fijo y distinto para cada individuo de la muestra. En este caso, la heterogeneidad no observable se incorporaría a la constante del modelo.
3) Finalmente, en tercer lugar, podemos tratar μ_i como una variable aleatoria no observable que varía entre individuos pero no en el tiempo.

6.1.2- Diferentes métodos de estimación

En general, los modelos de datos de panel pueden ser estimados utilizando tres métodos diferentes, en función del supuesto que hayamos hecho sobre el comportamiento del componente μ_i del término de error. Pasamos a revisar a continuación estos tres métodos:

- *Modelo agrupado (pooled):* el enfoque más simple a la hora de analizar datos de panel consiste en omitir las dimensiones del espacio y el tiempo de los datos, y tratar la muestra como un conjunto de datos agrupados. Este modelo, al omitir las dimensiones de espacio y tiempo, conlleva una pérdida de información en el análisis. El modelo se expresa como:

$$\mathrm{Y}_{it} = \alpha + \sum_{k=1}^{K} \beta_k \mathrm{X}_{kit} + \varepsilon_{it} \qquad [4]$$

$$i=1,2\ldots,N \qquad ; \qquad t=1,2,\ldots T$$

Ya vimos antes que, cuando consideramos que $\mu_i = 0$, es decir, que no existe heterogeneidad no observable entre los individuos de nuestra muestra, el término de error u_{it} –o simplemente ε_{it}– satisface todos los supuestos del modelo lineal general. Por ello, y suponiendo que la variables explicativas no son estocásticas, el modelo puede ser estimado mediante MCO. No obstante, el modelo agrupado casi nunca es preferible frente a la opción de utilizar la información espaciotemporal disponible. Para mejorar esta estimación existen dos vías asociadas a dos formas distintas de modelizar la presencia de un intercepto diferente para cada unidad transversal. Pasamos a continuación a ver esas dos vías:

- *Modelo de efectos fijos:* La distinción entre el modelo de efectos fijos (MEF) y el modelo de efectos aleatorios (MEA) es la distinción más importante en el análisis de datos de panel. El modelo de efectos fijos trata de incorporar los factores inobservables –no recogidos en el vector de variables explicativas–, invariantes en el tiempo y asociados a cada individuo de la muestra, mediante la inclusión de una nueva variable μ_i que captura este efecto. Es lo que se denomina *efecto fijo* o

heterogeneidad inobservable (Tezanos, 2008: 317). De este modo, el modelo puede representarse como:

$$Y_{it} = \alpha + \mu_i + \sum_{k=1}^{K} \beta_k X_{kit} + \varepsilon_{it} \qquad [5]$$

$$i=1,2\ldots,N \qquad ; \qquad t=1,2,\ldots T$$

La estimación del efecto fijo permite controlar la heterogeneidad inobservable e invariante que no es capturada por las variables explicativas. Es decir, el modelo de efectos fijos considera que existe un término constante diferente para cada individuo, y supone que los efectos individuales son independientes entre sí. Las diferencias entre los distintos individuos son por tanto constantes o fijas, no aleatorias. El término de error del modelo ε_{it} recoge los factores inobservables que sí varían en el tiempo. El denominado *término de error compuesto* vendría dado por $u_{it} = \mu_i + \varepsilon_{it}$, si bien en este modelo el término μ_i que recoge los factores inobservables invariantes en el tiempo y asociados a cada individuo de la muestra se incorpora precisamente a la constante del modelo.

La estimación del modelo de efectos fijos se realiza utilizando las variables en desviaciones respecto a su media, y realizando a partir de ahí una regresión por MCO fusionados (Wooldridge, 2006). Bajo el supuesto de exogeneidad estricta de las variables explicativas, el estimador de efectos fijos es insesgado: en líneas generales, se requiere que el error idiosincrásico ε_{it} no esté correlacionado con cada una de las variables explicativas en todos los periodos. Los otros supuestos necesarios para poder aplicar directamente la estimación por MCO son que los errores ε_{it} sean homocedásticos y no presenten autocorrelación en el tiempo.

Para evaluar la idoneidad del método de efectos fijos es necesario comprobar si la inclusión del efecto fijo debería o no considerarse respecto al modelo agrupado (Asteriou, 2006: 370). Para ello, basta llevar a cabo una prueba *F* restrictiva para determinar si es preferible incluir efectos fijos o si, por el contrario, es preferible utilizar el método MCO con una única constante común (modelo agrupado). La hipótesis nula es que las constantes son la misma (homogeneidad) y que por tanto el método MCO con una única constante es aplicable.

El modelo de efectos fijos presenta los siguientes problemas (Asteriou, 2006; Tezanos, 2008):

1) Ignora todas aquellas variables explicativas que no varían a lo largo del tiempo. No permite por tanto la inclusión de variables *dummy* en el modelo, lo que supone una importante limitación cuando existen razones para incluir dichas variables.
2) Es muy ineficiente porque estima un número de parámetros muy elevado. Utiliza hasta 1/*T* de los grados de libertad disponibles, lo que supone un importante coste.
3) Hace difícil que sean incluidas en el modelo las variables que muestran cambios paulatinos, puesto que estas variables presentarán una alta colinealidad con los efectos.

4) La estimación depende de que el término de error cumpla los supuestos del modelo clásico de regresión normal: $\varepsilon_{it} \sim N(0,\sigma^2)$. Sin embargo, en la práctica el término de error puede presentar distintas complicaciones: la varianza del error puede ser heterocedástica respecto de las distintas unidades transversales (*i*); y el término de error de cada individuo puede estar autocorrelacionado entre distintos momentos del tiempo (*t*) o entre distintos individuos (*i*).
5) Si las variables explicativas presentan una escasa variabilidad temporal, obtendremos residuos muy elevados y, por tanto, la estimación será ineficiente.

Asteriou (2006) considera que no debería utilizarse el método de efectos fijos sin pensar detenidamente en su validez, incluso aunque el estadístico de la prueba *F* sugiera hacerlo. Estas desventajas del método de efectos fijos son la principal razón para utilizar el método de efectos aleatorios presentado a continuación (Asteriou, 2006).

- *Modelo de efectos aleatorios:* La segunda vía para modelizar la presencia de un intercepto diferente para cada unidad transversal es la utilizada por el modelo de efectos aleatorios. En este caso, y a diferencia del modelo de efectos fijos, la constante del modelo no viene dada por un parámetro constante, sino por un parámetro aleatorio. En el modelo de efectos aleatorios los efectos no observables que difieren entre las distintas unidades muestrales pero no en el tiempo, van a tomar la forma de variable aleatoria. De este modo, la intersección correspondiente a cada individuo está compuesta por una variable aleatoria con un valor medio igual a α_0 (sin subíndice *i*) y una perturbación aleatoria individual μ_i (Tezanos, 2008). Es decir, que el modelo de efectos aleatorios se expresa formalmente como:

$$\mathrm{Y}_{it} = \alpha_0 + \sum_{k=1}^{K} \beta_k \mathrm{X}_{kit} + \mu_i + \varepsilon_{it} \qquad [6]$$

$$i=1,2\ldots,N \qquad ; \qquad t=1,2,\ldots T$$

donde tenemos que:

$$\alpha_{0i} = \alpha_0 + \mu_i \qquad [7]$$

En las expresiones [6] y [7] μ_i es el término del error aleatorio correspondiente a cada sección transversal (el componente de error específico individual). Como antes, ε_{it} es la perturbación combinada no observable de las series temporales y de las secciones transversales. Esta distribución de las perturbaciones implica que la muestra de individuos se toma de un universo poblacional que presenta una media común para la intersección α_0, y que las diferencias individuales de las intersecciones de cada individuo son capturadas por μ_i (Tezanos, 2008). El *término de error compuesto* vendría dado por $u_{it} = \mu_i + \varepsilon_{it}$.

Tal y como explica Tezanos (2008: 321-22), mientras que el término de error compuesto u_{it} es homocedástico, los términos de error de una unidad transversal dada para dos momentos distintos del tiempo (u_{it} y u_{is}, para todo $t \neq s$) están correlacionados. De hecho, la estructura de la correlación va a ser igual para todas las unidades transversales, motivo por el cual el estimador MCO va a resultar ineficiente para el caso del modelo de efectos aleatorios, siendo preferible el método de los mínimos cuadrados generalizados (MCG), que resuelve el problema de la correlación serial.

Una desventaja evidente del método de efectos aleatorios es que debemos partir de un determinado supuesto sobre la distribución del componente aleatorio (Asteriou, 2006). Además, si los efectos inobservados específicos de los distintos individuos están correlacionados con las variables explicativas, los estimadores del modelo estarán sesgados y serán inconsistentes. Sin embargo, el modelo de efectos aleatorios tiene las siguientes ventajas:

1) Utiliza menos parámetros en la estimación que el modelo de efectos fijos.
2) Permite variables explicativas adicionales que tengan el mismo valor para todas las observaciones de un determinado grupo (es decir, permite el uso de variables *dummy*).

6.1.3- Selección del método de estimación

Al ahorrar grados de libertad, el modelo de efectos aleatorios produce estimadores más eficientes de la pendiente de los coeficientes que el modelo de efectos fijos. Además, la transformación utilizada para estimar el modelo de efectos aleatorios no elimina todas aquellas variables explicativas que no varían a lo largo del tiempo. Estos resultados sugieren que el modelo de efectos aleatorios es superior al modelo de efectos fijos (Kennedy, 2003). Por tanto, ¿deberíamos utilizar siempre el modelo de efectos aleatorios? Desafortunadamente no es así, pues el modelo de efectos aleatorios conlleva supuestos de partida más restrictivos que el modelo de efectos fijos y, por lo tanto, sólo se puede aplicar bajo determinadas circunstancias.

Responder a la pregunta de si debemos utilizar el modelo de efectos fijos o aleatorios no resulta fácil. La decisión acerca del método de estimación apropiado depende en parte de los siguientes aspectos (Verbeek, 2004 ; Mayorga y Muñoz, 2000):

a) Los objetivos del estudio: en caso de que se desee hacer inferencias con respecto a la población, es decir, en caso de que se trabaje con una muestra aleatoria, lo mejor es utilizar una especificación de tipo aleatoria. Sin embargo, cuando el interés del estudio se circunscribe a una muestra determinada de la población seleccionada a conveniencia, la estimación a partir del modelo de efectos fijos será la correcta.

Además, si el interés del estudio radica en los coeficientes de las pendientes de los parámetros, y no tanto en las diferencias individuales, se debería elegir un método que no priorice estas diferencias y que, por el contrario, trate la heterogeneidad no observable de los individuos como una variable aleatoria (es decir, el modelo de efectos aleatorios).

El modelo de efectos fijos se presenta como un caso en el que el investigador hace una inferencia condicionada a los efectos que ve en la muestra. Por el contrario, en el modelo de efectos aleatorios el investigador hace inferencia condicional respecto a una determinada población. Corresponde por tanto al investigador decidir si la inferencia de

su estudio se hace con respecto a las características de una población, o sólo respecto a los efectos que están en la muestra.

b) La información estadística disponible: Pueden existir diferencias muy significativas entre las estimaciones de los parámetros del modelo de efectos fijos y aleatorios cuando tenemos muestras de datos en donde T es pequeño y N es muy elevado (Verbeek, 2004). En estos casos debe hacerse el uso más eficiente de la información para estimar esa parte de la relación de comportamiento contenida en las variables que difieren sustancialmente de un individuo a otro. La interpretación más apropiada en este sentido (Verbeek, 2004) es que el enfoque de efectos fijos es condicional a los valores de μ_i. Es decir, que tendrá sentido considerar la existencia de efectos fijos μ_i para aquellos casos en los que éstos puedan ser estimados. Intuitivamente, podríamos decir que utilizar efectos fijos tiene sentido si los individuos de una muestra son "de un determinado tipo", y por lo tanto no son una muestra aleatoria de una población. Sería el caso por ejemplo cuando i denota países o sectores industriales.

Por el contrario, el enfoque de efectos aleatorios no está condicionado a los valores de μ_i, pues no estamos interesados en el valor particular del μ_i de un determinado individuo. Nos interesan individuos arbitrarios que tienen ciertas características, por lo que el modelo de efectos aleatorios nos permite realizar inferencias con respecto al conjunto de la población. Así, si se trabaja sobre una muestra aleatoria utilizaremos preferentemente el modelo de efectos aleatorios, mientras que si la muestra se ha seleccionado a conveniencia y agrupa "un determinado tipo" de individuos, será preferible la utilización de efectos fijos. Con el método de efectos fijos la heterogeneidad no observada se incorpora en la ordenada al origen del modelo, y con el método de efectos aleatorios dicha heterogeneidad se incorpora al término de error, modificándose con ello la varianza del modelo.

Además, cuando tomamos como punto de partida la estructura de los datos y contamos con una muestra en la que N es grande pero tenemos un T pequeño, el número de parámetros de efectos fijos podría llegar a ser muy grande en relación con el número de datos disponibles, lo que generaría parámetros poco fiables y una estimación ineficiente (Mayorga y Muñoz, 2000).

Más allá de los criterios aquí recogidos, el *test de Hausman* permite asistir a la hora de seleccionar el método de estimación más apropiado (Verbeek, 2004). Esta prueba estadística contrasta la hipótesis nula de que los estimadores de efectos fijos y efectos aleatorios no difieren sustancialmente entre sí (para aquellas variables que pueden ser estimadas por efectos fijos, es decir, excluyendo a las variables ficticias). Lógicamente, la hipótesis alternativa es que sí que existe una diferencia significativa entre ambos estimadores.

Hausman adaptó un test basado en la idea general de que bajo la hipótesis de no correlación, tanto el método MCO como el MCG son consistentes, pero MCO es ineficiente; mientras, bajo la hipótesis alternativa, MCO es consistente pero MCG no. Es decir, dos estimadores son comparados y uno de ellos es consistente bajo la hipótesis nula H_0 y bajo al hipótesis alternativa H_1 (MCO), mientras que el otro sólo es consistente (y eficiente) bajo

la hipótesis nula H_0 (MCG) (Verbeek, 2004). Una diferencia significativa entre los dos estimadores indica que la hipótesis nula no se sostiene.

El contraste de Hausman se define de la siguiente manera (Tezanos, 2008):

$$H_0 : Cov(\hat{Y}_{it}, X_{is}) = 0 \qquad [8]$$

$$H_1 : Cov(\hat{Y}_{it}, X_{is}) \neq 0 \qquad \forall t \neq s$$

calculándose el siguiente estadístico:

$$Hausman = (\hat{\beta}_{MEF} - \hat{\beta}_{MEA})'[Var(\hat{\beta}_{MEF}) - Var(\hat{\beta}_{MEA})]^{-1} \qquad [9]$$

$$(\hat{\beta}_{MEF} - \hat{\beta}_{MEA}) \sim \chi^2{}_k$$

donde $\hat{\beta}_{MEF}$ y $\hat{\beta}_{MEA}$ son los coeficientes estimados por el modelo de efectos fijos y por el modelo de efectos aleatorios respectivamente. Este estadístico sigue, bajo la hipótesis nula H_0, una distribución χ^2 con *k* grados de libertad (donde *k* es el número de parámetros estimados). Bajo dicha hipótesis nula, como se acaba de comentar, el estimador de efectos fijos es consistente y el estimador de efectos aleatorios es consistente y eficiente, mientras que bajo la hipótesis alternativa únicamente el estimador de efectos fijos es consistente.

La implementación del test de Hausman ante dos modelos distintos –efectos fijos frente a efectos aleatorios– debería ayudarnos a tomar la decisión de cuál de estos modelos utilizar. No obstante, hay que tener en cuenta que cuando nos encontramos con muestras estadísticas caracterizadas por un *N* muy elevado y un *T* reducido (como la muestra que se presentará en este capítulo así como en el capítulo 8), y por lo tanto con alta probabilidad de que las diferencias entre el modelo de efectos fijos y el modelo de efectos aleatorios sean sustanciales, otros criterios deberán ser tenidos en cuenta a la hora de decidir qué método de estimación utilizar, como por ejemplo la idoneidad teórica del modelo dados los datos con los que contamos.

6.2- Financiarización e inversión: especificación teórica del modelo

El grueso de la literatura que ha estudiado el impacto de la financiarización sobre la inversión empresarial, como se indicó anteriormente, se ha centrado en el análisis macroeconómico. Esa ha sido precisamente la metodlogía que nosotros hemos seguido en el capítulo 4.

No obstante, buena parte de los conceptos y argumentaciones desplegados en la dimensión macroeconómica tienen su correlato en el análisis microeconómico, a nivel de empresa, habiendo quedado esta dimensión desatendida por la literatura especializada. Nuestro objetivo será precisamente el de abrir la “caja negra” que supone la empresa, incorporando al análisis la dimensión microeconómica y la visión de la empresa como espacio donde confrontan los intereses contrapuestos de trabajadores, por un lado, y accionistas e inversores financieros, por otro. Así, trataremos de especificar a lo largo de este apartado un modelo teórico que nos permita evaluar algunos de los cambios que han acontecido a nivel microeconómico en la relación entre las empresas y los mercados financieros.

A la hora de construir un modelo teórico que recoja los efectos de la financiarización sobre la inversión empresarial, nos apoyamos en la evidencia empírica macroeconómica ya

revisada en el capítulo 4. En concreto, hay dos fenómenos que cobran una particular importancia cuando descendemos a la escala microeconómica y pretendemos analizar las relaciones de las sociedades no financieras con los mercados financieros. En primer lugar, la creciente presión ejercida por los mercados bursátiles sobre las empresas, que ha llevado a un incremento de los pagos transferidos a dichos mercados. En segundo lugar, la progresiva tendencia de las empresas francesas a destinar una parte creciente de sus inversiones a activos financieros en lugar de a activos productivos. Fruto de esta tendencia, una parte cada vez mayor de los ingresos de estas empresas ha provenido del rendimiento de dichos activos financieros. Estas dos tendencias han conllevado –como ya se analizó en el capítulo 4– una apreciable ralentización en el crecimiento de la inversión.

Trataremos de especificar un modelo de datos de panel en el que se recojan las dos tendencias anteriores, dado que son precisamente las que más asiduamente se citan en la bibliografía especializada a la hora de vincular el proceso de financiarización con las decisiones de inversión de una empresa.

La contribución que proponemos en este capítulo resulta relativamente original, en la medida en que la mayoría de contribuciones sobre el tema se han abordado a partir de análisis macroeconómicos. Únicamente Orhangazi (2008) y Demir (2009) han desarrollado estudios microeconométricos con datos de panel para analizar el fenómeno de la financiarización y sus vínculos con la inversión, en el primero de los casos para la economía norteamericana y en el segundo para algunas economías emergentes.

De este modo, el análisis que se presenta en este capítulo complementa el trabajo realizado en los dos anteriores, permitiendo una mejor contrastación de nuestras hipótesis de partida, un mayor detalle analítico de los efectos de la financiarización en función del sector industrial y del tamaño de la firma, y una mayor solidez de nuestras conclusiones.

Existe una extensa literatura que intenta explicar el comportamiento inversor de las empresas no financieras, dado que ésta es una variable clave para entender la dinámica de crecimiento de una economía así como la evolución de la masa salarial. La literatura tradicional se centra en el análisis de diversas variables reales[65], como la rentabilidad de la firma, su capacidad instalada, la cifra de ventas, el *cash flow*, el ratio de deuda, etc. En ocasiones se consideran también en esta literatura variables financieras como el coste del capital y los tipos de interés. Nosotros tomaremos como referentes teóricos a aquellos autores –ya señalados en el capítulo 4– que a la hora de explicar el comportamiento inversor atribuyen importancia tanto a los factores reales como a los financieros (Aglietta, 2001a; Chesnais, 2004 ; Duménil y Lévy, 2004; Crotty, 2005; Orhangazi, 2008).

Especificamos por tanto un modelo de inversión –ciertamente simple– que tenga en cuenta los efectos de la financiarización de las decisiones empresariales, al tiempo que controle otros determinantes. En concreto, incorporamos dos variables que tratan de aproximar las tendencias vinculadas con la financiarización: en primer lugar, los pagos financieros realizados por las empresas a los mercados de capitales y, en segundo lugar, los ingresos financieros de dichas firmas. Además, incorporaremos otras tres variables de control: el *cash flow* o fondos internos generados por la empresa, los beneficios retenidos y la deuda a largo plazo. De este modo, la función de inversión podría especificarse del siguiente modo:

$$I/K = f(C/K, Br/K, D/K, Pf/K, If/K) \qquad [10]$$

[65] Para una completa revisión de esta literatura véase Chirinko (1993) y Kopcke y Brauman (2001).

donde *I* es la inversión; *C* el *cash flow* generado por la empresa; *Br* son los beneficios retenidos; *D* es la deuda a largo plazo; *Pf* son los pagos efectuados por la empresa a los mercados financieros, o "punción financiera"; e *If* los ingresos financieros obtenidos por la empresa. La variable *K* se corresponde con los activos totales de la empresa; posteriormente explicaremos la razón de considerar todas nuestras variables como ratios en donde el activo total se sitúa en el denominador. A priori, nuestras hipótesis de partida sobre las relaciones causales en el modelo, son las siguientes:

$$(I/K)_{C/K} > 0 \; ; \; (I/K)_{Br/K} > 0 \; ; \; (I/K)_{D/K} \gtrless 0 ; \; (I/K)_{Pf/K} < 0 ; \; (I/K)_{If/K} < 0 \qquad [11]$$

Es decir, esperamos que la inversión de la empresa se relacione positivamente con los fondos internos generados por ésta y con los beneficios retenidos. Esperamos por el contrario que la inversión se relacione negativamente con las dos variables que aproximan en fenómeno de la financiarización (ingresos financieros y pagos financieros). Finalmente, pensamos que el signo de la deuda a largo plazo, como se discutirá más adelante, va a estar determinado por la percepción del umbral de endeudamiento seguro de una empresa (Orhangazi, 2008).

6.2.1- *Cash flow*, beneficio retenido e inversión

La rentabilidad presenta –al menos en teoría– un notable vínculo con la inversión empresarial. Diversas variables pueden ser estudiadas a la hora de ver cómo influye la rentabilidad de una empresa en su comportamiento inversor. Nos centraremos en dos de estas variables: la capacidad de generar recursos propios (*cash flow*) y el beneficio retenido.

En primer lugar, podemos decir que las empresas acometerán proyectos de inversión cuando éstos sean rentables. En particular, la literatura económica –con más o menos matices según las diversas escuelas– ha destacado el papel de la rentabilidad esperada como uno de los principales determinantes de la inversión empresarial. No obstante, los directivos de la firma se enfrentan habitualmente a un contexto de incertidumbre cuando tienen que tomar la decisión de acometer un proyecto de inversión, por lo que las expectativas de rentabilidad estarán fundamentalmente determinadas por la rentabilidad presente. Un indicador que permite aproximar dicha "rentabilidad presente" es la capacidad de la empresa de generar recursos propios, o *cash flow* (entendido éste como la suma del resultado neto después de impuestos más los gastos de amortización).

El *cash flow* de una empresa determinará la propia percepción de la rentabilidad esperada por ésta[66]. Por ello, dada la incertidumbre sobre el futuro, parece razonable pensar que la inversión estará positivamente relacionada con la capacidad de la firma de generar recursos propios en el momento presente.

No obstante, es necesario matizar una cuestión. Tal y como se indicó en el capítulo 4, el *cash flow* generado por la empresa no necesariamente se queda en manos de ésta. Una buena parte de los fondos generados se destinan a los mercados financieros bajo la forma de dividendos, de intereses y recompras. Es decir, que el *cash flow* generado por la empresa, a pesar de ser un buen indicador sobre la rentabilidad esperada, no necesariamente tiene por qué traducirse en inversión productiva. Es necesario por tanto

[66] Una buena prueba de ello es el hecho de que este indicador se ha vuelto crucial durante las últimas décadas para aquellos inversores financieros que tratan de evaluar el estado de una empresa y su capacidad de generar valor accionarial.

incorporar una segunda variable de control a nuestro modelo, que tenga en cuenta la ganancia efectivamente retenida en la empresa. Cabe esperar que la ganancia retenida por la empresa tenga un vínculo positivo con la inversión empresarial.

6.2.2- Ratio de endeudamiento e inversión

La relación esperada entre el endeudamiento de la firma y la inversión empresarial no siempre resulta evidente, pudiendo presentarse diversos tipos de influencias.

Por un lado, el endeudamiento constituye un flujo de fondos que entran en la empresa de forma estable y previsible, lo que permite financiar y planificar proyectos de inversión a medio y largo plazo. En este sentido, el endeudamiento empresarial cabría esperar que presentase una relación positiva con la formación de capital fijo, en la medida en que contribuye a financiar dicha inversión (especialmente cuanto menor sea una empresa y, por tanto, menor sea su capacidad de autofinanciación). La importancia de la financiación bancaria –estable y predecible a medio y largo plazo, frente a la financiación de los mercados bursátiles– ha sido destacada por algunos autores para explicar precisamente la capacidad inversora de las firmas (Aglietta, 2001a).

Sin embargo, la ratio de endeudamiento, siguiendo la hipótesis de la fragilidad financiera de Minsky (1975 y 1986), ha sido tradicionalmente utilizado en los modelos de inversión bajo el supuesto de que elevados niveles de endeudamiento indican fragilidad financiera, que a su vez se traducirá en un cortocircuito de la capacidad inversora de la firma. Así, el aumento de la ratio de endeudamiento de una firma permitiría la afluencia de más fondos para financiar nuevos proyectos de inversión pero, simultáneamente, se traduciría en un incremento de los niveles de fragilidad financiera. Sobrepasado un determinado umbral de endeudamiento, éste pondría en riesgo la liquidez y la solvencia de la empresa, determinando con ello un comportamiento negativo de la inversión.

De este modo, la relación entre el nivel de endeudamiento y la inversión empresarial dependerá del nivel percibido como seguro por los directivos de la empresa y por los mercados financieros: cuando estos actores consideren que el nivel de endeudamiento está por encima de dicho umbral de seguridad, no se renovarán las líneas de crédito para la empresa y ésta destinará sus recursos al pago de la deuda antes que a la inversión productiva. Por el contrario, cuando el nivel de endeudamiento de la empresa sea percibido como inferior a ese umbral de seguridad, la empresa podrá seguir renovando su deuda y, con ello, podrá acometer nuevos proyectos de inversión.

No parece fácil por tanto predecir el signo que tendrá el coeficiente estimado para la variable deuda a largo plazo. Cabría pensar que, dado que el periodo estudiado en el modelo propuesto será de 2000 a 2008, el signo debiera ser positivo, puesto que no parece que, al menos durante la primera parte de este periodo, las empresas francesas hayan sobrepasado umbrales críticos de apalancamiento.

6.2.3- Pagos a los mercados financieros e inversión

Como ya se ha comentado anteriormente, los pagos efectuados por las empresas no financieras a los mercados de capitales han tomado la forma de intereses, dividendos y recompras de acciones. Debido a la ausencia de información estadística sobre recompras de acciones en la base de datos utilizada, incluiremos en nuestro modelo únicamente la suma de los intereses abonados y los dividendos distribuidos por las empresas.

Ya vimos en el capítulo 4 cómo los pagos efectuados por las empresas francesas a los mercados financieros no han hecho sino aumentar a lo largo de las últimas décadas. El incremento de estos pagos ha comprometiendo una parte creciente del beneficio

empresarial, de forma que la “punción” de dicho beneficio ha dejado a las empresas con menos fondos propios para acometer nuevos proyectos de inversión (Orhangazi, 2007).

Además, se ha acortado notablemente el horizonte temporal de gestión de las sociedades no financieras, dificultándose con ello la financiación de los proyectos de inversión a largo plazo. Dado que se incrementa el contexto de incertidumbre en el que se desarrolla dicha gestión empresarial, los directivos desconocen cuánto costará volver a generar el capital que la empresa paga cada año a los mercados financieros, lo que dificulta que se comprometan recursos en inversión productiva a medio y largo plazo (cuyos rendimientos podrían tardar en consolidarse).

Todo esto evidencia, tal y como señala Stockhammer (2004), el cambio que han vivido las empresas no financieras en sus objetivos, priorizándose las “preferencias rentistas” en contra de la acumulación de capital, que se ve limitada por la disminución de los fondos propios retenidos en la empresa. Por ello cabe esperar que la variable *Pf* influya negativamente en la inversión empresarial.

Cabría argumentar en este punto –tal y como tradicionalmente ha hecho la literatura financiera– que la relación causal entre “punción financiera” e inversión productiva podría darse de forma inversa: mayores pagos de una empresa a los mercados financieros podrían significar una mayor credibilidad, al evidenciarse que ésta es capaz de devolver una elevada rentabilidad. Así, una elevada ratio de pagos a los mercados financieros sería interpretada por éstos como un signo de rentabilidad y solvencia de la empresa, que redundaría a su vez en una mayor capacidad de ésta para acceder a financiación de bajo coste. Esto supondría por tanto que mayores ratios de “punción financiera” serían recompensados por los mercados financieros con un acceso preferente a financiación de bajo coste, lo que se traduciría a su vez en mayores posibilidades de inversión productiva. Pensamos no obstante que esta argumentación no parece corresponderse con la evidencia empírica mostrada en el capítulo 4, si bien es cierto que, al ser dicha evidencia de carácter macroeconómico, podría existir una discrepancia en su traducción microeconómica. Dejamos pues la respuesta de esta disyuntiva a los propios resultados del modelo propuesto.

6.2.4- Ingresos financieros e inversión

La expectativa de que mayores ingresos financieros en las empresas se traduzcan en un menor ritmo de inversión productiva, tal y como antes se ha afirmado, podría ser discutible. Esta expectativa razonaría en dirección opuesta a la hipótesis de la restricción financiera de la empresa, según la cual cualquier ingreso, ya sea de origen financiero o real, supondrá un incremento de los fondos a disposición de la firma y, por tanto, mayores posibilidades de inversión (Fazzari *et al.*, 1988).

No obstante, diversas objeciones se pueden hacer a este argumento, como ya se analizó en el capítulo 4. En primer lugar, una creciente inversión en activos financieros parece traducirse –a la luz de la evidencia macroeconómica vista en dicho capítulo– en un “efecto desplazamiento” sobre la inversión productiva (Orhangazi, 2008). El monto total de recursos disponibles por una empresa para la inversión puede destinarse o bien a inversión productiva o bien a inversión financiera. Cuando las oportunidades de rentabilidad en los mercados financieros son notablemente superiores a la rentabilidad de la actividad productiva –como ha sucedido en la economía francesa durante estas últimas décadas–, hay mayores incentivos para que las empresas inviertan en activos financieros en lugar de en activos productivos.

Si asumimos que los fondos externos de los que dispone una empresa para llevar a cabo proyectos de inversión son limitados –debido a restricciones en los mercados de capitales,

debido a que presentan un coste marginal creciente y debido a que los fondos propios son una forma más segura de financiar la actividad empresarial–, entonces un incremento de la inversión en activos financieros supondrá un "efecto desplazamiento" sobre la inversión real.

Además, la presión de los mercados financieros sobre la firma para que incremente el valor accionarial y genere rendimientos a corto plazo puede reforzar el carácter sustitutivo de ambas formas de inversión: los gestores se decantan por invertir en activos financieros, que proporcionan retornos más rápidos, frente a la inversión en activos productivos que necesariamente presenta plazos de maduración más elevados. Es lo que podríamos llamar el paso de una "inversión paciente" a una "inversión impaciente".

Por último, cabría decir que los ingresos financieros, como el resto de los ingresos de la firma, están sometidos también a la presión de ser distribuidos a los mercados financieros, no existiendo por tanto garantía alguna de que dichos ingresos se traduzcan finalmente en un incremento de la inversión productiva. Por todas estas razones esperamos que los ingresos financieros de la empresa correlacionen negativamente con la inversión empresarial.

6.2.5- Especificación estadística del modelo de inversión

Por todo lo expuesto en los apartados anteriores, consideramos que el modelo teórico especificado es apropiado para analizar el impacto de la financiarización sobre la inversión empresarial, en la medida en que es un modelo que tiene en cuenta tanto los determinantes reales como financieros de la acumulación de capital.

No obstante, un elemento que debe tenerse en cuenta a la hora de plantear la especificación estadística del modelo a partir de la función de inversión recogida en la ecuación [10], es que cualquier base de microdatos empresariales presenta una importante variabilidad entre los individuos que componen la muestra. La diversidad de tamaño en cualquier grupo de empresas analizado –expresión de la diversidad en el volumen de negocio, la masa de activos, las distintas escalas de producción o el desigual número de empleados–, supondrá necesariamente comparar volúmenes de inversión, *cash flow*, ganancias retenidas, deuda, pagos financieros o ingresos financieros muy heterogéneos.

Esta variabilidad en la muestra puede tener dos consecuencias negativas para nuestro análisis: en primer lugar, que las correlaciones establecidas entre las variables explicativas y la variable endógena del modelo se vean sesgadas por el tamaño de la empresa, de forma que el signo de los coeficientes quede alterado al no introducir un factor corrector. En segundo lugar, una muestra que presente una fuerte heterogeneidad entre los distintos individuos que la componen hará que cualquier análisis se enfrente a serios problemas de heterocedasticidad.

Para reducir el sesgo derivado de la diversidad de tamaños de nuestra muestra, y controlar asimismo la heterocedasticidad, deflactaremos las variables por los activos totales de cada empresa (variable K en la ecuación [12]). Esta metodología es habitualmente utilizada en estudios sobre inversión que manejan datos a nivel empresarial[67]. De esta forma, tanto las variables exógenas como la variable endógena del modelo dejarán de estar sesgadas por el tamaño de la empresa.

Así, la especificación estadística de nuestro modelo seguiría la siguiente expresión, donde i representa los distintos individuos de la muestra, y t los distintos años:

[67] Véase en este sentido Fazzari *et al.* (1988) y Orhangazi (2008).

$$(I/K)_{i,t} = \alpha + \beta_1 (C/K)_{i,t} + \beta_2 (Br/K)_{i,t} + \beta_3 (D/K)_{i,t} + \beta_4 (Pf/K)_{i,t} + \beta_5 (If/K)_{i,t} \qquad [12]$$

Otra práctica habitual en algunos estudios con datos de panel es la utilización de una transformación logarítmica para reducir aún más la posible heterocedasticidad de la muestra. Nosotros no consideraremos dicha opción, puesto que la transformación logarítmica introduciría un importante sesgo en nuestro estudio al eliminar todos aquellos valores negativos de las distintas variables (lo que, para algunas de estas variables, puede llegar a sesgar definitivamente los resultados del modelo econométrico).

6.3- Análisis de los datos de la muestra: población, periodo de análisis y variables

En este apartado revisamos las propiedades de nuestra muestra, así como los criterios utilizados para seleccionar los datos.

Los datos que utilizamos para nuestro modelo provienen de la base de datos Orbis, elaborada por la consultora Bureau Van Dijk. Esta base de datos proporciona información estadística para más de 60 millones de empresas en todo el mundo, permitiendo la elaboración de paneles de datos relativamente completos.

El periodo de cobertura de Orbis comienza en el año 2000, por lo que la muestra que nosotros utilizaremos abarca el periodo 2000-2008, ambos años incluidos[68]. Hubiese sido deseable disponer de información estadística anterior al año 2000, dado que el incremento de los ingresos y pagos financieros de las empresas se desarrolla especialmente a partir de los años noventa. Tener acceso a esos datos permitiría matizar mejor la evolución de este fenómeno en el tiempo, pero no se ha podido consultar durante la elaboración de esta investigación una base de datos más completa que la que aquí se utiliza.

Otras bases de datos examinadas –también elaboradas por la consultora Bureau van Dijk– presentan datos para la segunda mitad de los años noventa. Es el caso de las bases de datos Amadeus (con información de más de 13 millones de empresas europeas), y de la base de datos Diane (que cubre específicamente más de un millón de empresas francesas). Sin embargo, estas bases de datos no disponían de suficiente cobertura de datos para algunas de las variables clave que nosotros utilizamos en nuestro modelo (en particular para los dividendos empresariales, únicamente recogidos por la consultora Bureau van Dijk en su base de datos Orbis).

A lo largo del periodo de análisis y exploración de datos se analizó también la base de datos Compustat, elaborada por Standard & Poor's. Compustat ofrecía la posibilidad de remontarse hasta los años ochenta para obtener información estadística de algunas empresas europeas. Sin embargo, Compustat es una base de datos que, a pesar de tener una excelente calidad, está muy centrada en suministrar información de empresas norteamericanas, británicas y canadienses, siendo limitada la información ofrecida de empresas francesas. Esta limitación desaconsejó su utilización.

Orbis presentaba un equilibrio apropiado entre el periodo de tiempo para el que facilitaba información estadística, la cobertura de empresas del tejido productivo francés y las variables suministradas. Por ello, se optó por utilizar la información estadística de esta base de datos.

[68] Para confeccionar el panel de datos únicamente hemos tenido acceso a la versión *online* de la base de datos Orbis. No obstante, existe una versión más completa de esta base que incluye datos de los años noventa y que puede ser proporcionada por el Bureu van Dijk.

Para elaborar el panel de datos utilizamos el balance y la cuenta de pérdidas y ganancias recogidos en las cuentas no consolidadas de las empresas analizadas. Utilizamos las cuentas no consolidadas dado que nos interesa acceder a la información más detallada posible para cada firma, más allá de la dinámica del grupo empresarial al que ésta pertenezca, cuando así sea[69]. Las variables utilizadas en la expresión [12] se corresponden con las siguientes categorías de la base de datos Orbis:

- Inversión (*I*): viene definida como el crecimiento interanual de los activos fijos (variable *Fixed Assets*), en miles de euros. La variable *Fixed assets* tomada de Orbis ya tiene en cuenta el efecto de la depreciación.
- Cashflow (*C*): se corresponde con la variable *Cash Flow*, en miles de euros.
- Beneficio retenido (*Br*): se corresponde con las ganancias retenidas por la empresa (variable *Retained Earnings*), en miles de euros. Se refiere a la parte del beneficio neto efectivamente retenido y que no es distribuido a los accionistas. De modo análogo, si la empresa tiene pérdidas, esas pérdidas pueden ser retenidas (*Retained Losses*, en la contabilidad anglosajona). Como los beneficios o las pérdidas retenidas son acumuladas de año a año, es posible que las pérdidas acumuladas superen en un momento dado los beneficios retenidos.
- Deuda a largo plazo (*D*): se corresponde con la variable *Non Current Liabilities: Long Term Debt*, en miles de euros.
- Pagos a los mercados financieros (*Pf*): viene definida como la suma de los intereses financieros pagados por las empresas (variable *Interest Paid*) y los dividendos ordinarios distribuidos (*Ordinary Dividends*), ambas en miles de euros.
- Ingresos financieros (*If*): se corresponde con la variable *Financial Revenue*, en miles de euros.
- Activos totales (*K*): se corresponde con la variable *Total Assets*, en miles de euros.

Todas las variables, como ya se comentó anteriormente, están deflactadas por los activos totales de la empresa (*K*). Además, los valores nominales de todas las variables están deflactados por el deflactor del PIB, de forma que trabajamos con valores reales.

Explicamos a continuación los criterios de selección de la muestra utilizada. En primer lugar, y teniendo en cuenta el desarrollo de los capítulos anteriores, partimos del supuesto de que la financiarización de las estrategias de inversión se contrasta fundamentalmente en las grandes empresas. Por ello, la muestra de empresas que tomamos de Orbis se ajusta a este primer criterio: seleccionamos únicamente aquellas empresas que la base de datos clasifica como “empresas muy grandes” (*very large companies*)[70].

---

[69] Cuando una sociedad tiene participaciones de cierta importancia en otra(s) sociedad(es) la ley obliga a presentar, además de sus cuentas individuales, las cuentas consolidadas del grupo. Las cuentas consolidadas vienen a ser la suma de las cuentas individuales (balance y cuenta de resultados) de las distintas empresas que conforman el grupo (menos los ajustes necesarios para eliminar operaciones y posiciones intragrupo).

[70] Orbis segmenta las empresas de su base de datos en cuatro categorías: empresas muy grandes (*very large companies*), grandes empresas (*large companies*), empresas medianas (*medium sized companies*) y pequeñas empresas (*small companies*). En este caso nosotros utilizamos la primera de las categorías. Las compañías en Orbis se consideran “empresas muy grandes” cuando cumplen al menos uno de los siguientes cuatro criterios: presentan un resultado de explotación superior a los 100 millones de euros, activos totales por valor de 200 millones de euros, más de 1000 empleados o son empresas cotizadas. Aquellas compañías que presentan ratios de Resultado de Explotación por Empleado o Activos Totales por Empleado por debajo de los 1000 euros son excluidas de esta categoría.

No obstante, en esta muestra se incluyen todo tipo de empresas, tanto financieras como no financieras. Dado que nosotros estamos interesados en estudiar únicamente la evolución de la inversión en las empresas no financieras, excluimos de nuestra muestra aquellas empresas que presentan los siguientes códigos SIC (*Standard Industrial Classification*) comprendidos entre 6000 y 6799:

- 6000: Instituciones de crédito receptoras de depósitos
- 6100: Instituciones de crédito no receptoras de depósitos
- 6200: Intermediarios financieros (*brokers*, *dealers*, etc.)
- 6300: Compañías de seguros y fondos de pensiones
- 6400: Fondos de inversión
- 6500: Sector inmobiliario
- 6700: Compañías holding y otras compañías de inversión

El sector inmobiliario, aunque no forme parte del sector financiero, se excluye debido a que su inclusión en nuestra muestra podría traducirse en un importante sesgo del análisis. El sector inmobiliario francés –al igual que el de buena parte de países de la OCDE– se ha caracterizado por una fuerte inflación del valor de sus activos desde mediados de los años noventa, dando lugar a una importante burbuja inmobiliaria. Su evolución ha estado además especialmente vinculada a la evolución de los propios mercados financieros.

Un elevado grado de heterogeneidad entre las empresas que componen la muestra puede generar valores muy extremos, con capacidad para sesgar mucho los resultados empíricos de la investigación. De hecho, los análisis con microdatos normalmente suelen presentar un elevado número de *outliers,* especialmente cuando las variables están expresadas en forma de ratios. Por esta razón nos vemos obligados a utilizar algún procedimiento para eliminar de nuestra muestra estos posibles valores extremos. Un procedimiento habitual (Chirinko *et al.,* 1999; Orhangazi, 2008) es el de eliminar aquellas observaciones que presentan valores con una excesiva desviación típica respecto de la media de las distintas variables del modelo. En concreto, para eliminar los valores atípicos de la muestra, calculamos la media y la desviación típica de cada una de las variables de nuestro modelo y eliminamos todas aquellas observaciones que se sitúan más allá de $\mu \pm 4\sigma$, es decir, más allá de cuatro veces la desviación típica respecto de la media, tanto por encima como por debajo de ésta. Al aplicar este procedimiento, en teoría –y si la muestra se aproxima a una distribución normal– deberíamos estar eliminando un número de observaciones claramente inferior al 1% de la muestra, como se puede observar en el gráfico 6.1.

En la tabla 6.1 del anexo estadístico podemos observar cómo el número de observaciones que elimino para cada una de las variables del modelo es muy pequeño (entre el 0,01% y el 0,24%). A pesar de ello, la disminución que experimenta la desviación típica de cada una de las variables al sacar de la muestra los valores que quedan más allá de $\mu \pm 4\sigma$ es muy significativa. Esto se debe fundamentalmente al hecho de que buena parte de los valores excluidos mediante este procedimiento carecen seguramente de sentido económico, al menos para nuestro estudio, obedeciendo en ocasiones a dinámicas empresariales muy particulares y muy poco representativas o, incluso, a simples errores de transcripción de la información estadística.

Gráfico 6.1: Distribución de probabilidades de una curva normal

Fuente: Patel y Read, 1982.

Desafortunadamente, no todas las variables consideradas en nuestro modelo presentan información estadística completa en la muestra seleccionada. De hecho, ciertas variables sólo presentan información para un número relativamente reducido de empresas (en concreto, las variables deuda a largo plazo –*D/K*– y beneficio retenido –*Br/K*–, tal y como podemos ver en la tabla 6.1 del anexo estadístico). Así, el número de empresas que finalmente compongan nuestra muestra será considerablemente inferior al inicialmente esperado (ver tabla 6.2 del anexo estadístico), tal y como sucede con investigaciones similares que utilizan esta base de datos[71].

Esto podría suponer un importante problema en términos de significatividad de los coeficientes estimados, si bien, tal y como antes se señaló, la utilización de datos de panel debería permitir solventar este inconveniente, al proporcionar un elevado número de observaciones en diferentes momentos del tiempo para las distintas empresas que componen la muestra final.

Una vez eliminadas de nuestra base de datos las empresas financieras e inmobiliarias, los valores extremos así como todas aquellas empresas que no computan datos para las variables seleccionadas, tenemos una muestra compuesta por 613 empresas que presenta los siguientes estadísticos descriptivos (cuadro 6.1):

Cuadro 6.1: Principales estadísticos descriptivos de la muestra final, modelo de inversión

n=613
T =9

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
I/K	3075	.0329329	.1390015	-1.223195	.950604
C/K	3075	.058876	.1187867	-.9592447	.8255457
Br/K	3075	-.0085028	.4097155	-11.77152	.7975218
D/K	3075	.1525528	.1856477	0	4.852955
Pf/K	3075	.0303479	.0346186	.0000219	.7992722
If/K	3075	.0096209	.0304003	0	.7628145

Fuente: Orbis. Elaboración propia.

[71] Véase en este sentido el trabajo de Iosub-Dobrica (2007: 128), quien se enfrenta a una dificultad similar al estimar un modelo de datos de panel confeccionado a partir de Orbis.

Las empresas de nuestra muestra constituyen un panel de datos no balanceado, puesto que a las distintas firmas presentes en el panel no se les exige tener observaciones para todos los años del periodo 2000-2008. La utilización de un panel balanceado sesgaría excesivamente la investigación, dado que permanecerían en nuestra base de datos únicamente aquellas empresas que tuviesen datos para todos los años del periodo 2000-2008, y deberíamos prescindir de la información proporcionada por otras muchas empresas.

Además de las ventajas teóricas señaladas en el apartado 6.1, la utilización de datos de panel reporta importantes beneficios en la investigación aplicada. En primer lugar, la utilización de datos de panel permite desagregar los análisis, facilitando los estudios sectoriales. Esto posibilita la comparabilidad de nuestro trabajo con otros estudios de inversión, que normalmente se centran en el sector manufacturero. Por otro lado, la utilización de datos de panel facilita comprobar la heterogeneidad del comportamiento inversor de las distintas empresas. Así, el análisis a partir de microdatos permite controlar –en caso de que los haya– efectos específicos asociados a las distintas empresas. La posibilidad de diferenciar entre empresas según tamaño, con comportamientos inversores potencialmente distintos, es otra de las ventajas de utilizar datos de panel.

6.4- Estimación, resultados y discusión del modelo de inversión

6.4.1- Estimación y elección del método de estimación

Utilizaremos inicialmente los tres modelos revisados –agrupado, de efectos fijos y de efectos aleatorios– para estimar el modelo de inversión especificado en el apartado 6.2.5. Antes de ello presentamos no obstante las correlaciones parciales de cada una de las variables con la inversión (cuadro 6.2), así como también la matriz de correlaciones (cuadro 6.3).

Las correlaciones parciales recogidas en el cuadro 6.2 presentan el coeficiente de correlación parcial de cada variable con la inversión (I/K), manteniendo constante el resto de variables explicativas del modelo. En la matriz de correlaciones presentada en el cuadro 6.3 se considera la acción conjunta y simultánea de todas las variables explicativas del modelo.

Cuadro 6.2: Correlaciones parciales del modelo de inversión
(correlación parcial de *I/K* con cada variable)

Partial correlation of I/K with

Variable	Corr.	Sig.
C/K	0.1466	0.000
Br/K	0.0847	0.000
D/K	0.0875	0.000
Pf/K	-0.1075	0.000
If/K	-0.0960	0.000

Fuente: Orbis. Elaboración propia.

Cuadro 6.3: Matriz de correlaciones del modelo de inversión

	I/K	C/K	Br/K	D/K	Pf/K	If/K
I/K	1.0000					
C/K	0.1857	1.0000				
	(0.0000)					
Br/K	0.1296	0.3985	1.0000			
	(0.0000)	(0.0000)				
D/K	0.0298	-0.0419	-0.2984	1.0000		
	(0.0981)	(0.0200)	(0.0000)			
Pf/K	-0.0977	0.0410	0.0077	0.2478	1.0000	
	(0.0000)	(0.0230)	(0.6714)	(0.0000)		
If/K	-0.1153	0.0037	-0.0124	0.0066	0.1843	1.0000
	(0.0000)	(0.8373)	(0.4923)	(0.7129)	(0.0000)	

Significance between parentheses

Fuente: Orbis. Elaboración propia.

Podemos observar en los cuadros 6.2 y 6.3 cómo existe una correlación negativa y significativa entre las variables *proxy* del fenómeno de la financiarización (punción financiera e ingresos financieros) y la inversión. Esta correlación negativa se mantiene tanto para el análisis bivariante (cuadro 6.2) como para el análisis multivariante (cuadro 6.3). El resto de variables de control presentan también el signo esperado.

Estimamos a continuación el modelo especificado en la expresión [12] utilizando para ello, en primer lugar, el modelo agrupado (*pooled*) estimado por MCO. Los resultados de dicha estimación se presentan en el cuadro 6.4. Seguidamente, en el gráfico 6.2, se presentan las regresiones parciales de cada una de las variables explicativas, ajustadas cada una de ellas por el resto de variables del modelo. En estos gráficos, la recta de regresión tiene la misma pendiente que el coeficiente estimado para cada variable explicativa.

Cuadro 6.4: Estimación del impacto de la financiarización sobre la inversión, modelo agrupado (*pooled*)

Linear regression

Number of obs =	3075
F(5, 3069) =	11.14
Prob > F =	0.0000
R-squared =	0.0658
Root MSE =	.13446

I/K	Coef.	Robust Std. Err.	t	P>|t|	[95% Conf.	Interval]
C/K	.1835327	.0439198	4.18	0.000	.0974175	.2696478
Br/K	.0320287	.0114544	2.80	0.005	.0095696	.0544878
D/K	.0692941	.0208165	3.33	0.001	.0284784	.1101098
Pf/K	-.4427897	.1247384	-3.55	0.000	-.6873689	-.1982105
If/K	-.4342676	.1517809	-2.86	0.004	-.73187	-.1366651
_cons	.0294443	.0051086	5.76	0.000	.0194276	.039461

Fuente: Orbis. Elaboración propia.

Gráfico 6.2: Regresiones parciales del impacto de la financiarización sobre la inversión empresarial, modelo agrupado (*pooled*)

Fuente: Orbis. Elaboración propia

Antes de detenernos a comentar los resultados del modelo, el valor de los coeficientes y su significatividad abordamos la selección del método de estimación más apropiado. En este sentido hay que recordar que, cuando trabajamos con datos de panel, estimar nuestro modelo a partir del método agrupado (por MCO) supone una importante pérdida de información, al ignorarse las dimensiones espaciotemporales del panel. El método agrupado trata todas las observaciones de nuestra muestra como si fuesen distintas empresas en un mismo periodo de tiempo.

Es por ello que tiene sentido evaluar si podemos utilizar los métodos de efectos fijos y aleatorios para estimar nuestro modelo. En primer lugar, evaluamos la idoneidad del método de efectos fijos para estimar el modelo especificado en la expresión [12] (cuadro 6.5).

Cuadro 6.5: Estimación del impacto de la financiarización sobre la inversión, modelo de efectos fijos

```
Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =      3075
Group variable (i): id                          Number of groups   =       613
R-sq:  within  = 0.0631                         Obs per group: min =         1
       between = 0.0539                                        avg =       5.0
       overall = 0.0638                                        max =         8
                                                F(5,2457)          =      9.32
corr(u_i, Xb)  = -0.1195                        Prob > F           =    0.0000
------------------------------------------------------------------------------
             |               Robust
         I/K |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
         C/K |   .2035664   .0655293     3.11   0.002      .075068    .3320648
        Br/K |    .051784   .0258144     2.01   0.045     .0011638    .1024041
         D/K |   .1027809   .0388563     2.65   0.008     .0265864    .1789755
        Pf/K |  -.6096126   .1817134    -3.35   0.001    -.9659397   -.2532854
        If/K |  -.3277136   .1488584    -2.20   0.028    -.6196145   -.0358127
       _cons |   .0273619   .0086788     3.15   0.002     .0103433    .0443804
-------------+----------------------------------------------------------------
     sigma_u |  .09223759
     sigma_e |  .12804984
         rho |  .34161541   (fraction of variance due to u_i)
------------------------------------------------------------------------------
F test that all u_i=0:     F(612, 2457) =     1.51           Prob > F = 0.0000
```

Fuente: Orbis. Elaboración propia.

Nos hacemos a continuación la siguiente pregunta : ¿es preferible la utilización del modelo de efectos fijos al modelo agrupado? En este caso, y como el modelo agrupado es un modelo restringido con respecto al modelo de efectos fijos en el que se asume un intercepto común para todos los individuos de la muestra, podemos utilizar una prueba *F* restrictiva para contestar a esta cuestión (Aparicio y Márquez, 2005). La hipótesis nula en este caso sería que $\mu_1 = \mu_2 = ... = \mu_i = 0$, es decir, que el intercepto del modelo es común para todos los individuos de la muestra y no existen efectos fijos asociados. Si la prueba se rechaza, significa que el modelo de efectos fijos es preferible al modelo agrupado. Al estimar el modelo de efectos fijos con el software utilizado (Stata 9.2), la propia salida del programa proporciona automáticamente –tal y como podemos ver al final del cuadro 6.5– la prueba *F* de significancia de los efectos fijos:

```
F test that all u_i=0:     F(612, 2457) =     1.51           Prob > F = 0.0000
```

El p-valor de la expresión anterior nos indica que podemos rechazar la hipótesis nula de la prueba *F*, por lo que el modelo de efectos fijos es preferible al modelo agrupado.

Veamos a continuación los resultados de estimar el modelo por el método de efectos aleatorios (cuadro 6.6):

Cuadro 6.6: Estimación del impacto de la financiarización sobre la inversión, modelo de efectos aleatorios

```
Random-effects GLS regression                   Number of obs      =      3075
Group variable (i): id                          Number of groups   =       613
R-sq:  within  = 0.0624                         Obs per group: min =         1
       between = 0.0544                                        avg =       5.0
       overall = 0.0654                                        max =         8
Random effects u_i ~ Gaussian                   Wald chi2(5)       =     50.16
corr(u_i, X)       = 0 (assumed)                Prob > chi2        =    0.0000
```

I/K	Coef.	Robust Std. Err.	z	P>|z|	[95% Conf.	Interval]
C/K	.1767972	.0481253	3.67	0.000	.0824732	.2711211
Br/K	.0396903	.0128255	3.09	0.002	.0145527	.0648279
D/K	.0789627	.0240549	3.28	0.001	.031816	.1261094
Pf/K	-.4961546	.144494	-3.43	0.001	-.7793577	-.2129515
If/K	-.3840183	.1512193	-2.54	0.011	-.6804027	-.0876339
_cons	.0320843	.0062457	5.14	0.000	.0198429	.0443256
sigma_u	.05541772					
sigma_e	.12804984					
rho	.15775336	(fraction of variance due to u_i)				

Fuente: Orbis. Elaboración propia.

En este caso nos volvemos a hacer la misma pregunta: ¿cómo podemos saber si es preferible el modelo de efectos aleatorios al modelo agrupado? Para responder a esta pregunta Breusch y Pagan formularon la prueba estadística conocida como *Prueba del Multiplicador de Lagrange para Efectos Aleatorios* (Márquez, 2005). La hipótesis nula de esta prueba es que $Var(\mu_i) = 0$, es decir, que no existe ninguna diferencia relevante entre el modelo agrupado y el modelo de efectos aleatorios. Por el contrario, si la hipótesis nula se rechaza, estaríamos ante el caso de que sí existe una diferencia relevante entre el modelo agrupado y el modelo de efectos aleatorios, siendo preferible este último (que, como ya sabemos, aporta más y mejor información).

Cuadro 6.7: Prueba del Multiplicador de Lagrange para efectos aleatorios, modelo de inversión

```
Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects:

        I/K [id,t] = Xb + u[id] + e[id,t]

        Estimated results:
                         |       Var     sd = sqrt(Var)
                         |
                     I/K |   .0193214       .1390015
                       e |   .0163968       .1280498
                       u |   .0030711       .0554177
        Test:   Var(u) = 0
                             chi2(1) =    16.67
                         Prob > chi2 =     0.0000
```

Fuente: Orbis. Elaboración propia.

Como vemos en el cuadro 6.7, el p-valor de la prueba de Lagrange para efectos aleatorios nos indica que podemos rechazar la hipótesis nula; por tanto, los efectos aleatorios son relevantes y es preferible usar la estimación de efectos aleatorios en vez de la estimación agrupada.

La prueba *F* de significancia de los efectos fijos, y la prueba Breusch y Pagan para efectos aleatorios, nos indican que tanto el modelo de efectos fijos como el de efectos aleatorios son preferibles al modelo agrupado. No obstante, y como se vio en el apartado 6.1.3, uno de los principales interrogantes a la hora de utilizar la econometría de datos de panel es la elección de qué modelo es más idóneo utilizar, efectos fijos o efectos aleatorios.

En el mencionado apartado ya vimos que un primer instrumento para ayudar en dicha decisión es la prueba de Hausman. Esta prueba evalúa la posible correlación entre el componente de error individual μ_i y las variables exógenas del modelo. Si efectivamente existe esta correlación, entonces no incluir μ_i en el modelo producirá un sesgo de variable omitida en los coeficientes de las variables explicativas. Hausman demostró que la diferencia entre los coeficientes de efectos fijos y aleatorios $(\hat{\beta}_{MEF} - \hat{\beta}_{MEA})$ puede ser usada para probar la hipótesis nula de que μ_i y las variables explicativas no están correlacionadas. De ese modo, la hipótesis nula de la prueba de Hausman es que los estimadores de efectos aleatorios y de efectos fijos no difieren sustancialmente. Vamos a realizar dicho test para los modelos recogidos en los cuadros 6.5 y 6.6:

Cuadro 6.8: Prueba de Hausman, modelo de inversión
(efectos fijos frente a efectos aleatorios)

```
                 ---- Coefficients ----
             |      (b)          (B)            (b-B)     sqrt(diag(V_b-V_B))
             |     FIXED        RANDOM       Difference          S.E.
-------------+----------------------------------------------------------------
             |
         C/K |    .2035664     .1767972        .0267692        .0444752
        Br/K |     .051784     .0396903        .0120936        .0224028
         D/K |    .1027809     .0789627        .0238182        .0305152
        Pf/K |   -.6096126    -.4961546        -.113458        .1101872
        If/K |   -.3277136    -.3840183        .0563047
------------------------------------------------------------------------------
                           b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
            B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

    Test:  Ho:  difference in coefficients not systematic

                  chi2(5) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
                          =        3.68
                Prob>chi2 =      0.5967
```

Fuente: Orbis. Elaboración propia.

El p-valor de la prueba de Hausman recogido en el cuadro 6.8 es igual a 0,597, por lo que no se rechaza la hipótesis nula. Es decir, la diferencia entre los coeficientes de efectos aleatorios y fijos no es sistemática (los efectos individuales no están correlacionados con las variables explicativas). Por lo tanto, al no rechazarse la hipótesis nula, el test recomienda la utilización del modelo de efectos aleatorios.

El resto de criterios enunciados en el apartado 6.1.3 también invitan a considerar el modelo de efectos aleatorios como el modelo más apropiado para esta investigación: en primer lugar, trabajamos con una muestra aleatoria de empresas, y no con una muestra determinada de la población seleccionada a conveniencia, por lo que una estimación a partir

del modelo de efectos fijos no estaría fundamentada teóricamente[72]. En segundo lugar, dado que el interés de nuestro estudio radica en los coeficientes de los parámetros y no tanto en las diferencias individuales de éstos, preferimos un método que no priorice dichas diferencias y que trate la heterogeneidad no observable de los individuos como una variable aleatoria (es decir, el modelo de efectos aleatorios).

Además, cuando tomamos como punto de partida nuestra estructura de datos, observamos que el modelo de efectos aleatorios es de nuevo el más indicado: dado que contamos con una muestra en la que *N* es relativamente elevado (613 empresas y 3075 observaciones) en comparación con un *T* pequeño (9 años), el número de parámetros de efectos fijos podría llegar a ser muy grande en relación con el número de datos disponibles, lo que generaría parámetros poco fiables y una estimación ineficiente.

De este modo, todos los criterios aquí presentados –el objetivo de la investigación, la extracción y estructura de nuestros datos, así como los resultados del test de Hausman– hacen que nos decantemos por la utilización del modelo de efectos aleatorios.

6.4.2- Resultados y discusión del modelo

Una vez estimado el modelo y seleccionado el método que mejor se adecúa a nuestro objeto de estudio, pasamos a continuación a discutir los resultados econométricos obtenidos.

Un primer elemento a destacar es que los tres modelos estimados –agrupado, efectos fijos y de efectos aleatorios– presentan resultados muy similares. De unos modelos a otros varía ligeramente el valor de los coeficientes estimados pero, como podemos ver en el cuadro 6.9, no varía el elemento más importante a tener en cuenta en nuestra investigación: el signo de dichos coeficientes.

Cuadro 6.9: Estimación del impacto de la financiarización sobre la inversión (modelo agrupado, efectos fijos y efectos aleatorios)

	(1) MCO	(2) MEF	(3) MEA
C/K	0.1835***	0.2036**	0.1768***
	(0.0439)	(0.0655)	(0.0481)
Br/K	0.0320**	0.0518*	0.0397**
	(0.0115)	(0.0258)	(0.0128)
D/K	0.0693***	0.1028**	0.0790**
	(0.0208)	(0.0389)	(0.0241)
Pf/K	-0.4428***	-0.6096***	-0.4962***
	(0.1247)	(0.1817)	(0.1445)
If/K	-0.4343**	-0.3277*	-0.3840*
	(0.1518)	(0.1489)	(0.1512)
N	3075	3075	3075
r2	0.0658	0.0631	0.0654
F	11.1428	9.3171	
pvalue	0.0061	0.0000	
ll	1809.7964	2301.8807	

Robust standard errors in parentheses
* p<0.05, ** p<0.01, *** p<0.001

Fuente: Orbis. Elaboración propia.

[72] Las empresas finalmente presentes en nuestro panel constituyen una muestra relativamente aleatoria de la población “grandes empresas francesas”.

Observamos en el cuadro 6.9 cómo los coeficientes de las distintas estimaciones tienen en todos los casos el signo esperado, tanto en el modelo elegido por adecuarse mejor a nuestro estudio –el modelo de efectos aleatorios–, como en los otros dos modelos. Además, todos los coeficientes de los parámetros son significativos al umbral del 5% en los tres modelos, y muchos de ellos a umbrales incluso inferiores (1% y 0,1%).

En el cuadro 6.10 presentamos los resultados del modelo seleccionado desagregados por sector económico y tamaño de empresa. En primer lugar se muestra la estimación para el conjunto de empresas de la muestra (grupo 1, empresas NO_FINANC). En segundo lugar, reflejamos la estimación únicamente para las empresas manufactureras de nuestra muestra (grupo 2, MANUFACT, aquellas que presentan códigos SIC entre 2000 y 3999). En tercer lugar (grupo 3, GRANDES), consideramos el subgrupo de empresas de nuestra muestra con activos totales inferiores a 300 millones de euros (estas empresas siguen siendo grandes empresas según los criterios de búsqueda de Orbis). Por último, en cuarto lugar, estimamos nuestro modelo para una submuestra de empresas muy grandes, considerando únicamente aquellas con más de 300 millones de euros de activos totales (grupo 4, MUY GRANDES). En los cuatro casos el modelo estimado es el modelo de efectos aleatorios.

Cuadro 6.10: Estimación del impacto de la financiarización sobre la inversión (modelo de efectos aleatorios, por sector y tamaño)

	(1) NO_FINANC	(2) MANUFACT	(3) GRANDES	(4) MUY GRANDES
C/K	0.1768***	0.1603**	0.1889***	0.1116
	(0.0481)	(0.0519)	(0.0517)	(0.0917)
Br/K	0.0397**	0.0517**	0.0298*	0.1430*
	(0.0128)	(0.0165)	(0.0120)	(0.0662)
D/K	0.0790**	0.0736*	0.0366	0.1891***
	(0.0241)	(0.0330)	(0.0276)	(0.0452)
Pf/K	-0.4962***	-0.4812**	-0.3265*	-1.6656***
	(0.1445)	(0.1477)	(0.1392)	(0.2231)
If/K	-0.3840*	-0.6323***	-0.4055*	-0.4343**
	(0.1512)	(0.1763)	(0.1636)	(0.1384)
N	3075	1494	2040	1035
r2	0.0654	0.0926	0.0675	0.0751

Robust standard errors in parentheses
* p<0.05, ** p<0.01, *** p<0.001

**GRUPO 3 (GRANDES): activos totales inferiores a 300 millones de euros. GRUPO 4 (MUY GRANDES): activos totales superiores a 300 millones de euros. Para más detalles sobre los códigos SIC incluidos en los grupos 1 (NO_FINANC) y 2 (MANUFACT) véase la Tabla 6.3 del anexo estadístico.

Fuente: Orbis. Elaboración propia.

Pasemos a exponer a continuación los resultados econométricos obtenidos, reflejados en el cuadro 6.10. Comencemos examinando el comportamiento de las variables de control del modelo. Debe tenerse en cuenta que el valor de los coeficientes no debe ser interpretado de forma similar a una estimación en niveles, dado que las variables que utilizamos en nuestro caso son ratios. Es por ello que atendemos fundamentalmente a su signo, no a su valor.

Como cabía esperar, el comportamiento de la inversión empresarial está positivamente

relacionado con las variables vinculadas a la rentabilidad y a la capacidad de autofinanciación de la empresa (*cash flow* y beneficio retenido). Ambas variables tienen el signo esperado y son significativas en prácticamente todos los casos (la variable *cash flow* no es significativa en la muestra de empresas muy grandes, pero sí lo es para el conjunto de la muestra, así como para las empresas manufactureras). El beneficio retenido es una variable significativa en todos los casos. La especificación general de la función de inversión parece por tanto apropiada, y estas variables parecen ofrecer una base suficientemente sólida –junto con la deuda a largo plazo *(D/K)*– para testar los efectos de la financiarización a nivel empresarial.

La magnitud del coeficiente de la variable c*ash flow* es similar para el grupo 1 (total de empresas de la muestra), para el grupo 2 (empresas manufactureras) y para las empresas de menor tamaño (grupo 3), siendo algo inferior –y no significativo– para las empresas de mayor tamaño (grupo 4). De modo inverso, el coeficiente del beneficio retenido es similar para el conjunto de la muestra (grupo 1), para el grupo de empresas manufactureras y para las empresas de menor tamaño, siendo más elevado para las empresas de mayor tamaño. Posteriormente volveremos sobre este particular comportamiento de las empresas de mayor tamaño.

La tercera variable de control incorporada al modelo, la deuda a largo plazo, presenta en todos los casos una relación positiva con la inversión, siendo también significativa para todos los grupos considerados excepto para el de empresas de menor tamaño (grupo 3). Esta relación positiva entre el ratio de endeudamiento y el crecimiento de la inversión parece sugerir que las empresas de nuestra muestra no llegaron a alcanzar durante el periodo 2000-2008 un nivel de apalancamiento y de fragilidad financiera tal que asfixiase la acumulación de capital. En el cuadro 6.10 podemos comprobar cómo dicha relación se vuelve más positiva a medida que aumenta el tamaño de la empresa, tal y como se sugiere también en las conclusiones obtenidas por trabajos similares (Orhangazi, 2008). Si en nuestra investigación no aparece una relación negativa entre el nivel de endeudamiento y el crecimiento de la inversión empresarial seguramente se deba a que nuestra muestra de datos sólo contempla empresas grandes o muy grandes, mientras que el umbral de sobreendeudamiento que lleva a la fragilidad financiera se alcanza antes en empresas de menor tamaño (dado que son precisamente éstas las que más fácilmente se enfrentan a las restricciones financieras que se derivan del uso de la deuda).

Analicemos ahora las variables utilizadas para aproximar el fenómeno de la financiarización. En primer lugar, el pago a los mercados financieros (*P/K*) se relaciona de forma inversa con el crecimiento de la inversión para todos los casos, con independencia del tamaño y sector de la empresa. Esta variable es además significativa en los cuatro casos recogidos en el cuadro 6.10. El valor del coeficiente asociado a la punción financiera es notable y, además, aumenta a medida que se incrementa el tamaño de la empresa.

La variable ingresos financieros (*If/K*) también presenta una relación inversa con la inversión, tal y como se puede observar en el cuadro 6.10. Es decir, aquellas empresas que acometen mayores inversiones financieras experimentan un menor crecimiento de la inversión productiva. El valor del coeficiente en este caso es similar para los distintos grupos analizados, con independencia del tamaño empresarial, si bien es algo mayor para las empresas manufactureras. En todos los casos los valores de los coeficientes son significativos.

De nuevo, al contar con una base de datos que únicamente contempla la presencia de empresas grandes o muy grandes, no se observa la posible relación positiva entre ingresos financieros e inversión que se podría observar en empresas de menor tamaño, tal y como se

ha recogido en otras investigaciones (Orhangazi, 2008). Esto se debe a que las pequeñas y medianas empresas –a diferencia de las grandes empresas– no desarrollan habitualmente inversiones financieras significativas, por lo que la tenencia de activos e ingresos financieros suele suponer para aquellas una fuente adicional de recursos, y no tanto un destino alternativo a la inversión en capital fijo.

En general, estos resultados permiten defender la tesis de que los pagos hechos por las empresas a los mercados financieros, junto con las crecientes inversiones financieras de dichas empresas, han confiscado parcialmente el proceso de acumulación de capital en la economía francesa. Se contrasta así una de las hipótesis formuladas al comienzo de nuestra investigación: el proceso de financiarización de las estrategias empresariales se traduce, entre otros fenómenos, en una disminución de la formación bruta de capital fijo[73].

Antes de terminar con la discusión de los resultados de nuestro modelo es importante detenerse en dos cuestiones más. La primera de ellas tiene que ver con el análisis sectorial. Es importante recalcar el hecho de que las conclusiones aquí obtenidas no sólo se observan para el conjunto de empresas no financieras de nuestra muestra, sino que también se contrastan, con similar e incluso mayor intensidad, para el caso de las empresas manufactureras. Tal y como podemos ver en el cuadro 6.10, las empresas manufactureras presentan una relación inversa y significativa entre los pagos a los mercados financieros y la inversión de similar magnitud que la del conjunto de la muestra. Estas empresas presentan también una relación inversa muy significativa entre los ingresos financieros y la acumulación de capital, siendo dicha relación aún más intensa que para el conjunto de empresas de la muestra.

En segundo lugar, resaltamos la particularidad de los coeficientes estimados para el caso de las empresas de mayor tamaño (grupo 4). Aunque hemos visto que el signo de los coeficientes es el mismo que para el resto de los grupos, el valor de éstos varía sensiblemente. Destaca especialmente el coeficiente de la punción financiera (*Pf/K*). Estos valores parecen sugerir una dinámica singular de este grupo de empresas: al tratarse de empresas más expuestas a las presiones de los mercados financieros, que aplican con más intensidad las políticas de creación de valor accionarial, probablemente soporten pagos mayores a dichos mercados. Además, la mayor facilidad de acceso al endeudamiento ha permitido que las grandes empresas recurran –en mayor medida que el resto– a la deuda como instrumento para financiar la inversión empresarial. Por el contrario, en las empresas de menor tamaño la autofinanciación (*C/K*) parece jugar un papel más relevante a la hora de explicar el comportamiento inversor.

6.5- Análisis de la robustez del modelo de inversión

La estimación de un modelo econométrico no debe darse nunca por concluida sin antes analizar su robustez. Dedicamos el siguiente apartado a evaluar dicha robustez, así como a proponer alternativas para superar las limitaciones contenidas en nuestro análisis.

6.5.1- Análisis de la robustez del modelo

El estudio de la financiarización de la inversión aquí desarrollado presenta una serie de limitaciones y riesgos econométricos que señalamos a continuación. En particular,

[73] Recuérdese nuestra primera hipótesis: *"El proceso de financiarización experimentado por la economía francesa se ha traducido en una menor reinversión del beneficio en las sociedades no financieras. Esta menor reinversión del beneficio ha conllevado una ralentización en el crecimiento de la formación bruta de capital fijo de estas sociedades, dado que la disminución en la reinversión no ha sido compensada con financiación neta proveniente de los mercados financieros".*

analizamos los posibles problemas de multicolinealidad, heterocedasticidad y autocorrelación que puedan estar presentes en nuestras estimaciones.

No obstante, conviene no olvidar –como anteriormente se mencionó– que la inclusión de datos de corte trasversal y longitudinal suaviza los riesgos de estimación asociados a la presencia de heterocedasticidad o autocorrelación. Teniendo esto en cuenta, pasamos a evaluar la robustez del modelo de efectos aleatorios estimado en el apartado anterior.

6.5.1-1 Homocedasticidad de los residuos

Uno de los principales supuestos del modelo de regresión lineal es la homogeneidad de la varianza de los residuos de la estimación. Cuando la varianza de los errores de cada unidad transversal no es constante nos encontramos con una violación de los supuestos de Gauss-Markov. Debemos por tanto comprobar que no existe heterocedasticidad en los residuos del modelo, es decir, que la varianza de los residuos es constante.

Existen diversos métodos –tanto gráficos como estadísticos– para contrastar la existencia de heterocedasticidad en una estimación. Un método muy habitual es comprobar el gráfico de dispersión de los residuos del modelo, ordenado en este caso por el tamaño de empresa. Los residuos no deben presentar ningún patrón sistemático al representarse gráficamente, tal y como sucede en el gráfico 6.3: el gráfico de dispersión de los residuos no muestra una tendencia creciente o decreciente de éstos, sino que se mantienen en una franja paralela al eje de abscisas, evidenciando que existe una homocedasticidad aproximada entre los errores. En el gráfico se incluye la recta de regresión de la dispersión, para comprobar la ausencia de tendencia de los residuos.

Gráfico 6.3: Dispersión de los residuos en el modelo de inversión
(modelo de efectos aleatorios, por tamaño de empresa)

* En el eje de abscisas se ubican las 3075 observaciones de la muestra, ordenadas por el valor de los activos totales de cada empresa en el año correspondiente a la observación. De ese modo se representan las 613 empresas (y las 3075 observaciones) ordenadas en función de su tamaño.
Fuente: Orbis. Elaboración propia.

Otro método gráfico que podemos observar es la representación de los residuos respecto

a las predicciones del modelo, tal y como se muestra en el gráfico 6.4. En este caso, el gráfico de dispersión de los residuos frente a los valores ajustados del modelo tampoco debería mostrar una tendencia creciente o decreciente, sino que se debería mantener una tendencia paralela al eje de abscisas. En este gráfico también se incluye, al igual que en el gráfico anterior, la recta de regresión de la dispersión, para comprobar su paralelismo con el eje de abscisas.

Gráfico 6.4: Dispersión de los residuos frente a los valores ajustados en el modelo de inversión (modelo de efectos aleatorios)

Fuente: Orbis. Elaboración propia.

En los dos métodos gráficos observados podemos ver cómo la recta de regresión que marca la tendencia de los residuos es prácticamente paralela al eje de abscisas. Esto evidencia una cierta homocedasticidad de los errores de nuestro modelo. El segundo de los gráficos, el gráfico 6.4, muestra una ligerísima pendiente negativa en la recta de regresión, si bien parece que esta pequeña pendiente podría estar relacionada con la presencia de algunos valores extremos.

No obstante, Cameron y Trivendi (2009: 91) señalan que los métodos gráficos son menos utilizados en microeconometría que en el resto de ramas del análisis econométrico, debido fundamentalmente al manejo de bases de datos con muchas observaciones. Aún así, estos métodos tienen una indudable utilidad, por eso damos cuenta de ellos. Lo más indicado para comprobar la posible heterocedasticidad de nuestro modelo es combinar métodos gráficos con métodos estadísticos.

Los modelos de efectos aleatorios utilizan un método de estimación –los mínimos cuadrados ponderados, una variedad del estimador de mínimos cuadrados generalizados– que resulta apropiado cuando el supuesto de homocedasticidad de los errores del modelo no se cumple. Así, el modelo de efectos aleatorios corrige parcialmente la heterocedasticidad del término de error, puesto que las observaciones que presentan mayor variabilidad recibén un peso menor en la estimación que aquellas observaciones con menor variabilidad (Tezanos, 2008). De esta forma, al utilizar el método de mínimos cuadrados ponderados en lugar de MCO, el modelo se estima con mayor precisión y eficiencia, con menores errores estándar y con intervalos de confianza más ajustados.

A la hora de evaluar la posible heterocedasticidad de nuestro modelo es importante tener

en cuenta además otros factores. En primer lugar, todos los modelos estimados anteriormente (tanto el modelo agrupado, como el de efectos fijos y el de efectos aleatorios) se estiman con errores estándares robustos a la heterocedasticidad[74]. De hecho, en presencia de errores heterocedásticos –situación muy persistente en los análisis microeconométricos con amplias muestras de sección cruzada–, una posible solución a este problema es precisamente la de utilizar errores estándares robustos para estimar los coeficientes de regresión, sin mayor consideración sobre cuál será la forma funcional de la heterocedasticidad (Cameron y Trivendi, 2009). Es decir, que aunque ésta pueda existir en nuestro modelo y no conozcamos propiamente la forma que adopta, los errores estándares robustos utilizados garantizan que nuestros estimadores son no sólo consistentes e insesgados, sino también eficientes.

En segundo lugar, ha de tenerse en cuenta que para reducir la posible heterocedasticidad de la muestra, las variables con las que trabajamos están deflactadas por los activos totales de cada empresa, lo que evita los sesgos asociados al tamaño empresarial propios de una muestra de microdatos empresariales.

Aun así, es muy posible que el componente de corte transversal de nuestro panel de datos vulnere, en alguna medida, el supuesto de homocedasticidad de los errores, puesto que la muestra de empresas analizada presenta un elevado grado de heterogeneidad. Además de con los métodos gráficos empleados (gráficos 6.3 y 6.4), tratamos de contrastar la existencia de heterocedasticidad utilizando un test estadístico para comprobar su posible existencia en los casos del modelo agrupado y del modelo de efectos fijos[75]. Reflejamos los resultados de dichos test en el cuadro 6.11:

Cuadro 6.11: Test de heterocedasticidad para el modelo de inversión
(modelo agrupado y modelo de efectos fijos)

```
*Modelo agrupado MCO:

Cook-Weisberg (Score) tests for heteroscedasticity using fitted values of I/K
     Ho: Constant variance
         chi2(1)      =    227.49
         Prob > chi2  =      0.0000


*Modelo de efectos fijos:

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity
in fixed effect regression model
H0: sigma(i)^2 = sigma^2 for all i
chi2 (613)  =   1.6e+36
Prob>chi2 =      0.0000
```

Fuente: Orbis. Elaboración propia.

[74] El paquete estadístico Stata 9.2 permite incorporar errores estándar robustos ante heterocedasticidad arbitraria, tanto para el modelo agrupado, como para los modelos de efectos fijos y efectos aleatorios, estimándose la matriz de varianzas y covarianzas mediante el *método de White*, que es robusto ante la presencia de heterocedasticidad.

[75] El paquete estadístico Stata 9.2 no incluye ninguna prueba estadística para detectar heterocedasticidad en modelos de efectos aleatorios. Sin embargo, sí incluye pruebas análogas para el modelo agrupado y también para el modelo de efectos fijos.

En ambos casos –tanto en el test Cook-Weisberg para el modelo agrupado como en el test de Wald modificado para efectos fijos– podemos observar cómo el p-valor nos indica que tenemos que rechazar la hipótesis nula de varianza constante, y debemos aceptar por tanto la hipótesis alternativa de heterocedasticidad de los errores. De este modo, y aunque este análisis estadístico esté referido únicamente al modelo agrupado y al modelo de efectos fijos, debemos sospechar de la existencia de heterocedasticidad en nuestra muestra.

En el siguiente apartado veremos una posible alternativa –más allá de la utilización de errores robustos de White– para el tratamiento de esta heterocedasticidad.

6.5.1-2 Multicolinealidad

Cuando existe una relación lineal perfecta entre las variables explicativas de un modelo las estimaciones del modelo de regresión no pueden ser calculadas. El término colinealidad implica que dos variables son combinación lineal casi perfecta la una de la otra. A medida que aumenta la multicolinealidad, los coeficientes estimados del modelo de regresión se vuelven inestables y los errores estándar de los coeficientes pueden crecer paralelamente. De hecho, si en un modelo de regresión lineal múltiple alguna variable independiente es combinación lineal de otras el modelo es irresoluble, debido a que en ese caso la matriz *X'X* es singular, es decir, su determinante es cero y no se puede invertir.

Existe colinealidad cuando alguno de los coeficientes de correlación entre las variables independientes es igual a 1, es decir, cuando algunas variables independientes están correlacionadas entre sí. En la práctica, esta colinealidad exacta no suele presentarse, pero sí surge con cierta frecuencia la llamada multicolinealidad, presente cuando alguna variable es "casi" combinación lineal de otra u otras (es decir, cuando alguno de los coeficientes de correlación de las variables independientes entre sí presenta un valor cercano a 1). Por consiguiente, a la hora de plantear modelos de regresión lineal conviene estudiar previamente la existencia de multicolinealidad.

Una posible medida de la multicolinealidad es el factor de inflación de la varianza (en inglés, *variance inflation factor*, VIF), así como la tolerancia. Dados los coeficientes de determinación de cada variable independiente con todas las demás, es decir:

$$R^2{}_i = R^2{}_{X_i|X_1,\ldots,X_{i-1},X_{i+1},\ldots,X_k} \qquad i = 1,\ldots,k \qquad [13]$$

definimos el factor de inflación de la varianza (*VIF*) y la tolerancia (*T*), como:

$$VIF_i = \frac{1}{1-R_i^2} \qquad T_i = \frac{1}{VIF_i} = 1 - R_i^2 \qquad [14]$$

Una regla empírica, citada por Chen *et al*. (2003), consiste en considerar que existen problemas de multicolinealidad cuando el VIF de una variable sea superior a 10. De modo análogo, un valor de tolerancia inferior a 0,1 es similar a un VIF superior a 10, lo que vendría a significar que la variable explicativa en cuestión es una combinación lineal de otras variables explicativas.

Vemos como en nuestro modelo los valores de la VIF y la tolerancia parecen correctos para todas las variables (cuadro 6.12), no existiendo problemas de multicolinealidad.

Cuadro 6.12: Diagnóstico de colinealidad para el modelo de inversión
(modelo de efectos aleatorios)

Collinearity Diagnostics

Variable	VIF	Tolerance
D/K	1.68	0.594682
Pf/K	1.66	0.602329
C/K	1.36	0.734158
Br/K	1.32	0.756860
If/K	1.13	0.888422
Mean VIF	1.43	

Fuente: Orbis. Elaboración propia.

6.5.1-3 Autocorrelación

Cuando trabajamos con datos de panel además de modelizar la heterocedasticidad del panel también tenemos que considerar la probable existencia de autocorrelación. Así, al analizar la bondad de nuestro modelo es importante estudiar no sólo los posibles cambios en la varianza del error –propia de los análisis transversales–. También es necesario comprobar cómo se comportan los errores del modelo a lo largo del tiempo. Cuando los errores de nuestro modelo están correlacionados entre sí a lo largo de distintos periodos de tiempo –problema econométrico asociado al análisis de series temporales– estamos ante la presencia de autocorrelación (Gujarati, 2004).

Al utilizar el modelo de regresión lineal múltiple, como el que se recoge en la expresión [15]

$$\mathrm{Y}_{it} = \alpha_{it} + \sum_{k=1}^{K} \beta_k \mathrm{X}_{kit} + u_{it} \qquad [15]$$

$$i=1,2\ldots,N \qquad ; \qquad t=1,2,\ldots T$$

resulta habitual suponer que no existe correlación entre los términos de perturbación (hipótesis de no autocorrelación), es decir:

$$\sigma_{ij} = Cov\lfloor u_i, u_j \rfloor = Cov\lfloor u_j, u_i \rfloor = \sigma_{ji} = 0 \qquad \forall i \neq j \qquad [16]$$

Esta hipótesis se traduce, en lo que a la matriz de varianzas y covarianzas del término de error se refiere, en que ésta será una matriz diagonal en la que los términos externos a la diagonal principal serán ceros (Gujarati, 2005):

$$Var[U] = \begin{bmatrix} & 0 & \ldots & 0 \\ 0 & & \ldots & 0 \\ \ldots & \ldots & \ldots & \ldots \\ 0 & 0 & \ldots & \end{bmatrix} \qquad [17]$$

Cuando no se cumpla la hipótesis anterior, diremos que el modelo presenta problemas de autocorrelación. En tal caso existirá correlación entre dos o más términos de perturbación, por lo que la matriz de varianzas y covarianzas asociada ya no será diagonal y existirán elementos no nulos fuera de la diagonal principal.

En tales condiciones el estimador MCO es insesgado y consistente, pero no es eficiente (es decir, ya no será el de mínima varianza). Por ello, si usamos el estimador MCO para hallar intervalos de confianza estaremos perdiendo precisión ya que obtendremos intervalos más grandes de los que proporcionaría el estimador eficiente.

En nuestro modelo sería lógico pensar que, en mayor o menor medida, los errores u_{it} no son independientes con respecto al tiempo; es decir, que la inversión empresarial (*I/K)* de una determinada empresa en el momento t es probable que esté asociada con la inversión de dicha empresa en $t-1$. Sin embargo, diversos autores señalan que en muestras de panel que se caracterizan por presentar un número de observaciones transversales (*N*) elevado y un reducido número de observaciones temporales (*T*), no resulta prioritario analizar el problema de autocorrelación o, al menos, éste problema no debe ponerse al mismo nivel que la heterocedasticidad (Cameron y Trivendi, 2009; Gujarati, 2004), principal obstáculo del análisis de datos de panel con una amplia muestra transversal.

Aún así, nosotros dedicaremos las siguientes líneas a evaluar la presencia de autocorrelación en nuestro análisis. Para ello utilizaremos diversos indicadores, tanto gráficos como estadísticos.

Gujarati (2004) destaca la importancia de los métodos gráficos para detectar el fenómeno de la autocorrelación. Este autor considera que el análisis gráfico de los residuos –al igual que sucedía para el caso de la heterocedasticidad– nos proporciona una importante cantidad de información. Así, si representamos la evolución de los residuos de nuestro modelo respecto al tiempo, tal y como se hace en el gráfico 6.5, deberíamos observar que éstos no presentan ningún patrón determinado. Cuando no sea así y estos presenten un determinado patrón a medida que evoluciona el tiempo, diremos que estamos ante la presencia del fenómeno de autocorrelación. Podemos observar en el gráfico 6.5 cómo en nuestro modelo existe un ligero patrón de comportamiento, paralelo a la propia evolución del crecimiento económico francés durante este periodo (crisis en 2001-2002, recuperación en 2003-2004 y, de nuevo, crisis en 2008).

Gráfico 6.5: Evolución de los residuos respecto al tiempo, 2000-2008
(modelo de inversión, efectos aleatorios)

Fuente: Orbis. Elaboración propia.

Gráfico 6.6: Evolución de los residuos respecto al tiempo, año a año
(modelo de inversión, efectos aleatorios)

Fuente: Orbis. Elaboración propia.

Otra forma de analizar el fenómeno de la autocorrelación es representar los errores en el momento t (u_t) respecto a los errores en el momento $t-1$ (u_{t-1}). Si los residuos no son aleatorios se obtendrán gráficos con un determinado patrón y, por tanto, con una pendiente positiva o negativa. Cuando se obtengan gráficos sin patrón alguno de comportamiento y, por tanto, con rectas de regresión prácticamente paralelas al eje de abscisas, podremos descartar el fenómeno de la autocorrelación.

En nuestro caso, como vemos en las imágenes correspondientes al gráfico 6.6, volvemos a observar una ligera autocorrelación en los errores de nuestro modelo. Dicha autocorrelación se observa con más intensidad para algunos años en particular (por ejemplo, 2003-2004), mientras que en otros años apenas es perceptible (2007-2008).

Conviene además comprobar la presencia o ausencia de autocorrelación mediante pruebas estadísticas. En este caso, para diagnosticar este problema utilizaremos el método de Wooldridge (2002) para datos de panel, cuyos resultados se recogen en el cuadro 6.13[76]. La hipótesis nula de esta prueba es que no existe autocorrelación; lógicamente, si se rechaza esta hipótesis nula podemos concluir que ésta sí existe.

Cuadro 6.13: Diagnóstico de autocorrelación de Wooldridge para datos de panel (modelo de inversión, efectos aleatorios)

```
Linear regression                                      Number of obs =    2282
                                                       F(  5,   525) =    3.48
                                                       Prob > F      =  0.0042
                                                       R-squared     =  0.0317
Number of clusters (id) = 526                          Root MSE      =  .16564
```

D.I/K	Coef.	Robust Std. Err.	t	P>|t|	[95% Conf.	Interval]
C/K D1.	.062029	.0794642	0.78	0.435	-.0940779	.218136
Br/K D1.	.0671775	.0392677	1.71	0.088	-.0099636	.1443187
D/K D1.	.1351342	.062409	2.17	0.031	.0125323	.2577361
Pf/K D1.	-.515261	.2562537	-2.01	0.045	-1.01867	-.0118525
If/K D1.	-.2602557	.168012	-1.55	0.122	-.5903141	.0698026

```
Wooldridge test for autocorrelation in panel data
H0: no first order autocorrelation
    F(  1,     443) =     16.307
           Prob > F =      0.0001
```

Fuente: Orbis. Elaboración propia.

El diagnóstico de autocorrelación de Wooldridge para datos de panel presenta un p-valor igual a 0,0001, lo que nos indica que tenemos un problema de autocorrelación en el modelo estimado que deberíamos tratar de corregir.

No obstante, y como anteriormente se mencionó, el problema de la autocorrelación debe relativizarse en nuestro modelo. No sólo porque nuestro panel de datos presenta una estructura en la que la muestra transversal (*N*) es muy superior a la dimensión temporal (*T*), sino también porque el modelo que finalmente hemos utilizado para estimar la inversión empresarial es el de efectos aleatorios. Sabemos que este modelo utiliza el método de estimación de mínimos cuadrados generalizados, método que precisamente se utiliza –de forma análoga al caso de la heterocedasticidad– para obtener estimadores eficientes en

[76] El método de Wooldridge utiliza los residuos de una regresión de primeras diferencias, observando que si u_{it} no está autocorrelacionado, entonces la correlación entre los errores u_{it} diferenciados para el periodo t y t-1 es igual a -0.5. En realidad, la prueba de Wooldridge consiste en probar esta igualdad. Para una discusión más amplia de esta prueba, véase Wooldridge (2002).

caso de autocorrelación. Así, los estimadores que hemos obtenido en el modelo de efectos aleatorios son insesgados y consistentes, y también eficientes al estimarse por MCG.

Con este método de estimación se corrige el posible problema de autocorrelación que pueda tener nuestra muestra por la vía de garantizar la obtención de estimadores eficientes. Una segunda vía para corregir el problema de la autocorrelación será la utilización de modelos que incluyan, como a continuación se verá, un término autorregresivo.

6.5.2- Modelizando la heterocedasticidad y la autocorrelación: los modelos FGLS

Dada la existencia de errores heterocedásticos, existen dos vías para tratar de solucionar ese problema (Cameron y Trivendi, 2009). La primera de ellas es la de obtener errores estándar robustos de los coeficientes de regresión, sin realizar no obstante ningún tipo de supuesto sobre la forma funcional de la heterocedasticidad. Ese es el procedimiento que hemos seguido en el análisis realizado anteriormente, y del que dan muestra los cuadros 6.9 y 6.10. En este caso, la forma de la heterocedasticidad no tiene importancia y los resultados se centran en proporcionar errores estándar correctos, así como valores adecuados del estadístico *t* y de los p-valores.

La segunda de las vías que puede seguirse para atajar el problema de la heterocedasticidad es la de modelizar la forma funcional de ésta, de modo que se obtengan estimaciones más eficientes y más precisas de los parámetros. Para ello tendremos que utilizar estimadores de Mínimos Cuadrados Generalizados Factibles (*Feasible Generalizad Least Squares* o FGLS), o bien estimadores con Errores Estándar Corregidos para Panel (*Panel Corrected Standard Errors* o PCSE).

Los modelos FGLS y PCSE no sólo permiten modelizar –y con ello controlar– la posible heterocedasticidad de nuestra muestra. Estos modelos permiten también modelizar la posible autocorrelación de la muestra, incluyendo un término autorregresivo de orden 1 en la estimación.

Existe un nutrido debate en la disciplina sobre la idoneidad y la precisión de los modelos FGLS frente a los modelos PCSE, y viceversa[77]. No obstante, para los propósitos de esta investigación ambos métodos resultan útiles para corregir los problemas de heterocedasticidad y autocorrelación detectados anteriormente.

Daremos cuenta aquí únicamente de los resultados obtenidos mediante la estimación con modelos FGLS, si bien los resultados obtenidos utilizando modelos PCSE se encuentran recogidos en el anexo estadístico. Realizaremos además dos estimaciones: en la primera de ellas corregiremos únicamente los problemas de heterocedasticidad (principal problema de nuestra estimación) y en la segunda controlaremos tanto la heterocedasticidad como la autocorrelación.

La ecuación que vimos en la expresión [2], y que repetimos de nuevo a continuación, puede ser estimada mediante el método de MCG –al margen de cualquier complejidad del término de error– siempre y cuando la matriz de covarianzas de los errores, Ω, sea conocida (Beck y Katz, 1995).

$$Y_{it} = \alpha_{it} + \sum_{k=1}^{K} \beta_k X_{kit} + u_{it} \qquad [2]$$

$$i=1,2\ldots,N \qquad ; \qquad t=1,2,\ldots T$$

Dado este supuesto, el método de MCG es eficiente y proporciona estimaciones

[77] Véase en este sentido Beck y Katz (1995), así como Beck (2001).

consistentes de los errores estándar, como ya se ha comentado. El método MCG funciona transformando la ecuación de la expresión [2] en otra ecuación lineal donde la matriz de covarianzas de los errores sea adecuada para una estimación con el método de MCO. Las estimaciones de MCG de los coeficientes vienen dadas por tanto por:

$$(X'\Omega^{-1}X)^{-1}X'\Omega^{-1}Y \qquad [18]$$

con la siguiente matriz de covarianzas

$$(X'\Omega^{-1}X)^{-1} \qquad [19]$$

El problema es que la matriz de covarianzas del error, Ω, en la práctica siempre es desconocida. Por ello, en las expresiones [18] y [19] utilizamos una estimación de Ω, $\hat{\Omega}$. Este procedimiento, que denominamos mínimos cuadrados generalizados factibles (FGLS), proporciona estimadores consistentes si $\hat{\Omega}$ se estima mediante residuos calculados a partir de estimaciones consistentes de β (Beck y Katz, 1995). El método MCO proporciona dichas estimaciones consistentes.

El método FGLS proporciona buenos resultados en grandes muestras. En el límite es equivalente al método de máxima verosimilitud, por lo que tiene todas las propiedades asintóticas óptimas de dicho método. Así, cuanto mejor sea la estimación de Ω mejor será a su vez el estimador FGLS; obviamente, las estimaciones de Ω mejorarán a medida que aumente la dimensión espaciotemporal de nuestro panel de datos con relación al número de parámetros en Ω que deben ser estimados.

La utilización del método de estimación FGLS permite corregir la correlación contemporánea y la correlación serial en el análisis de datos de panel. La corrección de la correlación contemporánea del error corrige a su vez la posible heterocedasticidad asociada al panel (Beck y Katz, 1995).

La utilización del método FGLS para el análisis de datos de panel fue originariamente desarrollada por Parks (1967), cuyo método utiliza dos transformaciones FGLS secuenciales para abordar la resolución de problemas de heterocedasticidad y autocorrelación. En la primera de ellas se elimina la correlación serial de los errores, y en la segunda se elimina la correlación contemporánea (Beck y Katz, 1995; Cameron y Trivendi, 2009). Esto se lleva a cabo estimando inicialmente la expresión [2] mediante MCO. Los residuos de esta estimación son utilizados para estimar la correlación serial de los errores, los cuales son a su vez utilizados posteriormente para transformar el modelo en uno nuevo con errores independientes. En segundo lugar, los residuos de esta estimación son utilizados para estimar la correlación contemporánea de los errores, y los datos son de nuevo transformados para permitir una estimación MCO, ahora con errores esféricos. Por lo tanto, podemos considerar las dos correcciones –la correlación contemporánea de los errores y la correlación serial de éstos– de forma separada.

Daremos cuenta a continuación de las estimaciones de nuestro modelo utilizando el método FGLS. La primera de las estimaciones (recogida en el cuadro 6.14) corrige únicamente la heterocedasticidad y vuelve a estar desagregada en las mismas cuatro categorías anteriores (empresas no financieras, empresas manufactureras, grandes empresas y empresas muy grandes). En esta primera estimación FGLS no se introduce corrección alguna para la autocorrelación.

Cuadro 6.14: Estimación del impacto de la financiarización sobre la inversión
(modelo FGLS controlando para heterocedasticidad, por sector y tamaño)

	(1) NO_FINANC	(2) MANUFACT	(3) GRANDES	(4) MUY GRANDES
C/K	0.1589***	0.1490***	0.1621***	0.1944***
	(0.0110)	(0.0153)	(0.0105)	(0.0393)
Br/K	0.0384***	0.0385***	0.0270***	0.1796***
	(0.0055)	(0.0081)	(0.0054)	(0.0305)
D/K	0.0779***	0.0447***	0.0250**	0.1298***
	(0.0044)	(0.0105)	(0.0081)	(0.0134)
Pf/K	-0.4491***	-0.3886***	-0.3082***	-0.8685***
	(0.0344)	(0.0454)	(0.0401)	(0.0942)
If/K	-0.3204***	-0.5860***	-0.4225***	-0.3658
	(0.0498)	(0.0200)	(0.0562)	(0.2236)
N	3075	1494	2040	1035
ll	3450.9830	1932.3610	2341.0614	1188.1847

Standard errors in parentheses
* p<0.05, ** p<0.01, *** p<0.001

**GRUPO 3 (GRANDES): activos totales inferiores a 300 millones de euros. GRUPO 4 (MUY GRANDES): activos totales superiores a 300 millones de euros. Para más detalles sobre los códigos SIC incluidos en los grupos 1 (NO_FINANC) y 2 (MANUFACT) véase la Tabla 6.3 del anexo estadístico.

Fuente: Orbis. Elaboración propia.

Cuadro 6.15: Estimación del impacto de la financiarización sobre la inversión
(modelo FGLS controlando para heterocedasticidad
y autocorrelación, por sector y tamaño)

	(1) NO_FINANC	(2) MANUFACT	(3) GRANDES	(4) MUY GRANDES
C/K	0.1941***	0.1682***	0.1960***	0.2210***
	(0.0004)	(0.0064)	(0.0034)	(0.0301)
Br/K	0.0395***	0.0489***	0.0234***	0.1433***
	(0.0017)	(0.0023)	(0.0032)	(0.0192)
D/K	0.0727***	0.0659***	0.0151***	0.1443***
	(0.0015)	(0.0053)	(0.0025)	(0.0095)
Pf/K	-0.4340***	-0.4659***	-0.2617***	-1.0512***
	(0.0016)	(0.0120)	(0.0073)	(0.0707)
If/K	-0.4445***	-0.6304***	-0.4685***	-0.6295***
	(0.0118)	(0.0364)	(0.0211)	(0.1767)
N	3004	1467	1963	1017
ll	3932.8580	2053.4990	2679.0717	1312.4610

Standard errors in parentheses
* p<0.05, ** p<0.01, *** p<0.001

**El modelo incluye un término autorregresivo de orden 1 AR(1)
***GRUPO 3 (GRANDES): activos totales inferiores a 300 millones de euros. GRUPO 4 (MUY GRANDES): activos totales superiores a 300 millones de euros. Para más detalles sobre los códigos SIC incluidos en los grupos 1 (NO_FINANC) y 2 (MANUFACT) véase la Tabla 6.3 del anexo estadístico.

Fuente: Orbis. Elaboración propia.

En la segunda de las estimaciones FGLS que llevamos a cabo, recogida en el cuadro 6.15, no sólo se controla la existencia de heterocedasticidad en la muestra sino que también: se incluye un término autorregresivo de orden 1 para corregir la autocorrelación detectada.

Comparando los resultados de los modelos FGLS recogidos en los cuadros 6.14 y 6.15 con los resultados del modelo de efectos aleatorios del cuadro 6.10 podemos observar cómo se mantienen las principales conclusiones a las que habíamos llegado en el apartado 6.4.2. Tanto el signo, como la intensidad y la significatividad de los coeficientes presentan, en general, valores similares en estas nuevas estimaciones, por lo que podemos decir que las tres grandes conclusiones a las que llegamos anteriormente se siguen manteniendo.

En primer lugar, las variables financieras –tanto la punción financiera como los ingresos financieros– tienen un impacto negativo significativo sobre la inversión empresarial. En segundo lugar, este impacto negativo se produce no sólo para el conjunto de las empresas no financieras, sino también para el sector manufacturero en particular. Por último, el impacto negativo asociado al fenómeno de la financiarización se acentúa en la submuestra de empresas de mayor tamaño (especialmente para el caso de la punción financiera). Cuando corregimos la heterocedasticidad y la autocorrelación (cuadro 6.15), podemos observar cómo el efecto negativo sobre la inversión de la punción y de los ingresos financieros es significativo incluso al 0,1% para todos los grupos considerados[78].

RESUMEN

A lo largo de este capítulo hemos tratado de contrastar la primera de las hipótesis de partida de nuestra investigación. En concreto, hemos tratado de evaluar hasta qué punto el proceso de financiarización de las estrategias empresariales ha contribuido al bloqueo de la formación bruta de capital fijo. Para contrastar esta hipótesis hemos desarrollado un modelo econométrico que relaciona la inversión empresarial con dos variables financieras: los pagos realizados por las empresas a los mercados y los ingresos financieros obtenidos por dichas empresas.

Tras hacer una breve revisión de los aspectos básicos de la econometría de datos de panel y proceder a la especificación de un modelo microeconómico de inversión, hemos estimado un modelo de efectos aleatorios que nos ha permitido comprobar cómo las dos variables proxy seleccionadas –punción financiera e ingresos financieros– presentan una relación inversa y significativa con la formación de capital fijo. Esta relación no sólo se ha contrastado para el conjunto de empresas no financieras francesas, sino que también se ha puesto de manifiesto para el caso del sector manufacturero. Los controles realizados sobre el modelo para corregir la heterocedasticidad y la autocorrelación detectadas no han modificado estas conclusiones.

[78] En las tablas 6.4 y 6.5 del anexo estadístico se presentan las estimaciones con Errores Estándar Corregidos para Panel (PCSE). Como se puede observar, con este método alternativo para modelizar la heterocedasticidad y la autocorrelación en datos de panel se mantienen las principales conclusiones de nuestro análisis.

Tercera parte: Los efectos de la financiarización de las estrategias empresariales sobre el salario y el empleo

Capítulo 7 Efectos de la financiarización sobre el salario y el empleo: la masa salarial como variable de ajuste

7.1- Financiarización de la actividad productiva y empleo

7.1.1- ¿Contribuyen las finanzas a financiar la actividad productiva?

7.1.2- Financiarización y creación de empleo

7.2- El impacto del nuevo perímetro empresarial sobre la fuerza de trabajo

7.2.1- Reestructuraciones empresariales y ajustes de plantilla

7.2.2- Nuevo perímetro empresarial y desconcentración laboral

7.2.3- El desmantelamiento de los mercados internos de trabajo y las subvenciones intrafirma

7.2.4 Fusiones y adquisiciones, ajustes de plantilla y transferencia de rentas

7.3- Financiarización de la gestión de la fuerza de trabajo: la participación financiera

7.3.1- Inversores financieros y gestión de la fuerza de trabajo

7.3.2- La participación de los trabajadores en el accionariado de las empresas

7.4- Financiarización y capacidad de negociación del trabajo

7.5- El ajuste salarial en las sociedades no financieras

7.5.1- Evolución de los ingresos no salariales de los trabajadores

7.5.2- El ajuste salarial: la desconexión entre productividad y salarios

7.5.3- Financiarización y ajuste salarial

7.6- Transformación en el reparto de la renta nacional: salarios, beneficios y rentismo financiero

7.6.1- El retroceso de la remuneración de los asalariados

7.6.2- Distribución de la renta y finanzas

7.6.3- La restauración del rentismo financiero

En la segunda parte de esta investigación (capítulos 4, 5 y 6) hemos analizado el proceso de financiarización de las estrategias empresariales. Como se ha visto, este proceso presenta dos dimensiones: por un lado, el aumento del benéfico no invertido y la consiguiente ralentización de la acumulación de capital (capítulo 4); por otro, la reestructuración del perímetro empresarial a partir de la generalización de las medidas de refocalización, externalización y crecimiento externo (capítulo 5). Ambas dimensiones se retroalimentan entre sí: las empresas han priorizado las desinversiones para adecuarse al modelo industrial marcado por los mercados pero, además, cuando éstas apuestan por el crecimiento lo hacen fundamentalmente priorizando el crecimiento externo frente al interno, factor que contribuye igualmente a la atonía de la acumulación de capital. De este modo, las empresas francesas han pasado, como ya se ha analizado, de "retener y reinvertir" a "disminuir y distribuir". En el capítulo 6 hemos contrastado econométricamente esta dinámica.

Ahora bien, recordemos que el objeto de nuestra investigación no es la financiarización de las estrategias empresariales en sí misma, sino el impacto que dicho proceso tiene sobre la masa salarial. Dedicaremos esta tercera parte de la tesis (capítulos 7 y 8) a analizar esta cuestión.

En este capítulo 7 analizamos los mecanismos concretos mediante los cuales las finanzas han actuado como instrumento de ajuste de la masa salarial. A lo largo de los siguientes apartados señalamos tres vías. En primer lugar, analizamos los efectos asociados al aumento del beneficio no invertido (apartado 7.1). Posteriormente (apartado 7.2) estudiamos las consecuencias que para el mundo del trabajo presentan las reestructuraciones empresariales vistas en el capítulo 5. En tercer lugar –en el apartado 7.3– atendemos al impacto que la financiarización ha tenido sobre la propia gestión de la fuerza de trabajo en la empresa y, en particular, sobre la gestión de las remuneraciones.

En el apartado 7.4 vemos el efecto conjunto de estas tres vías sobre la capacidad de negociación de los trabajadores y en el apartado 7.5 estudiamos el impacto que todo ello ha tenido en términos de evolución salarial. Por último, en el apartado 7.6 analizamos las consecuencias que las transformaciones descritas presentan sobre el modelo de distribución de la renta en Francia.

7.1- Financiarización de la actividad productiva y empleo

Sabemos ya que la financiarización de las estrategias empresariales se ha traducido en un incremento del beneficio no invertido y, con ello, en una relativa desconexión entre la rentabilidad empresarial y la tasa de acumulación. ¿Podemos decir por tanto que las finanzas no han servido para financiar la creación de empleo en Francia durante las últimas décadas? Trataremos en este apartado de responder a esa pregunta. Para ello analizaremos en primer lugar hasta qué punto la esfera financiera ha contribuido realmente a financiar la inversión productiva. En segundo lugar, examinaremos el impacto que el crecimiento del beneficio no invertido ha tenido sobre la masa salarial (en concreto sobre el empleo).

7.1.1- ¿Contribuyen las finanzas a financiar la actividad productiva?

Anteriormente, en el capítulo 4, comprobamos cómo se ha producido un fuerte incremento en algunas de las partidas de financiación externa de las empresas francesas. En concreto, pudimos comprobar cómo se ha producido un aumento muy notable tanto de la emisión de acciones como de la emisión de títulos de deuda (ver gráficos 4.6, 4.8 y 4.9). Por otro lado, los créditos, es decir, la deuda contraída con instituciones financieras, ha

experimentado un fuerte retroceso (gráfico 4.7), opuesto al importante incremento de la deuda bruta no consolidada (gráfico 4.5)[79].

Para evaluar hasta qué punto la esfera financiera ha contribuido a financiar la inversión productiva y, con ello, la posible creación de empleo, pondremos en relación dicha financiación con la formación bruta de capital fijo. Recordemos que la formación bruta de capital fijo de las empresas se puede financiar mediante tres vías: la autofinanciación proveniente de los beneficios retenidos, la emisión de nuevo capital social o el endeudamiento.

En el gráfico 7.1 ponemos la formación bruta de capital fijo en relación con estas tres fuentes de financiación. Para ello, y frente a los datos de tipo stock utilizados en el apartado 4.1 para valorar la dimensión del endeudamiento, consideramos ahora los flujos anuales recogidos en las cuentas financieras de la contabilidad nacional. Atendemos únicamente a la dimensión neta de dichos flujos (es decir, los flujos de activo menos los flujos de pasivo).

En primer lugar, la emisión neta de acciones viene dada por las emisiones anuales realizadas menos las acciones compradas cada año por las empresas. En segundo lugar, calculamos el endeudamiento neto restándole al endeudamiento bruto los flujos de activo de las empresas no financieras (es decir, el total de créditos otorgados cada año por éstas así como los títulos de deuda comprados[80]). Recuérdese que el endeudamiento bruto es igual al monto total de deuda contraída cada año con los mercados de capitales –vía emisión de obligaciones– así como con las instituciones financieras –vía nuevos créditos solicitados–. De este modo, en este indicador de endeudamiento neto únicamente tenemos en cuenta la deuda contraída con las instituciones y mercados financieros, y no la deuda contraída con otros agentes no financieros (como la deuda intra-grupo contabilizada en el indicador de deuda bruta no consolidada).

Gráfico 7.1: Financiación de la FBKF de las SNF, 1978-2009
(% de la FBKF, flujos anuales)

Fuente: INSEE, *Comptes nationaux, Compte des sociétés non financières, Comptes financiers des SNF.*

[79] Recordemos que esta última forma de endeudamiento está contraída con otras empresas no financieras, no con instituciones financieras.

[80] No se tienen en cuenta los derivados emitidos por ser su valor muy reducido.

El gráfico 7.1 recoge la importancia de las tres fuentes de financiación de la formación bruta de capital fijo. Nuestros cálculos evidencian, al igual que los de otros autores (Clevenot y Mazier, 2005: 6; Dumènil y Lèvy, 2004:119-127), cómo el ascenso del neoliberalismo en Francia ha marcado, a partir de mediados de los años ochenta, el paso a una nueva configuración en lo que a la financiación de la actividad productiva se refiere.

Hasta bien entrados los años ochenta la formación bruta de capital fijo se financiaba básicamente con fondos propios y con endeudamiento. La bolsa contribuía también a dicha financiación con un flujo neto estable, en torno al 5% de la formación bruta de capital fijo.

El tornado neoliberal ha conllevado sin embargo una significativa alteración de estas proporciones. Desde comienzos de los años noventa la contribución de las finanzas a la financiación de la formación bruta de capital fijo ha sido muy limitada: ni los saldos netos del endeudamiento ni los de las emisiones de acciones han contribuido significativamente a dicha financiación (y cuando lo han hecho ha sido de forma muy inestable, como se puede observar con las emisiones de acciones durante el periodo 2002-2007).

Así, a partir de 1990-1992, la autofinanciación pasa a representar la práctica totalidad de la formación bruta de capital fijo, superando en algunos periodos incluso el 100% (lo que indica que esta autofinanciación se utiliza, como ya se vio, para desendeudarse o para comprar acciones). Durante este periodo, por tanto, la inversión productiva se ha "autofinanciado" a sí misma. Se constata con ello el paso de una "economía de endeudamiento" a una "economía de fondos propios"[81], como ya se mencionó anteriormente.

La contribución neta de la esfera financiera a la financiación de la inversión productiva ha sido realmente limitada a lo largo de estas últimas décadas. Cada vez más títulos de deuda y más acciones son emitidas por las empresas no financieras pero, paralelamente, estas empresas se dedican a comprar cada vez más títulos y acciones de otras empresas, lo que cancela los saldos netos. En otras palabras, según la propia lógica de la financiarización las empresas emiten títulos para comprar títulos, pero esta actividad apenas contribuye a la financiación real de la formación bruta de capital fijo. Los fondos que abandonan las empresas no financieras bajo la forma de intereses pagados, dividendos distribuidos o pagos a los mercados financieros por la compra de autocartera no retornan de nuevo a la esfera productiva y, cuando lo hacen, su destino no es la formación bruta de capital fijo[82].

Observamos por tanto cómo los cambios acontecidos en los mercados y en las empresas francesas durante estas últimas tres décadas no se han traducido precisamente en una mayor financiación disponible para impulsar la inversión productiva. La esfera financiera no ha contribuido a financiar la actividad productiva y, por tanto, tampoco la creación de empleo.

Es más, el nuevo patrón de comportamiento de las empresas francesas no sólo ha llevado a que la formación bruta de capital se haga más dependiente de los recursos propios; además, como sabemos, el incremento de los recursos propios no se han traducido

[81] Esta expresión es útil para entender, hasta cierto punto, los cambios acontecidos en la financiación empresarial (aumento de la importancia de la autofinanciación, reducción del peso de la financiación bancaria, etc.). Sin embargo, entendemos que puede inducir a equívoco en la medida en que puede dar a entender un menor endeudamiento global de los agentes no financieros, extremo que no es real (como se pudo ver en el capítulo 4).

[82] ¿Dónde van a parar los recursos que abandonan las sociedades no financieras y no vuelven a éstas por la vía de la financiación? Véase en este sentido el planteamiento de Duménil y Lévy (2004:125). Estos autores consideran que estos fondos han ido a parar a la compra de bienes y servicios por parte de agentes distintos a las compañías no financieras, a la formación de la burbuja inmobiliaria o a nuevas inversiones financieras.

tampoco en una recuperación de la inversión productiva. Así, la inversión se ha hecho cada vez más dependiente de los fondos propios pero, simultáneamente, estos han sido utilizados cada vez en menor medida para financiar la formación bruta de capital fijo, traduciéndose todo ello en un fuerte incremento del beneficio no invertido.

7.1.2- Financiarización y creación de empleo

Michel Husson (2008) considera que el desacople existente entre el beneficio y la inversión es posiblemente el mejor indicador de la financiarización de las sociedades no financieras y, además, un factor explicativo esencial para entender la ralentización de la creación de empleo en Francia a partir de la década de 1980. Así, si definimos –siguiendo a este autor– la "tasa de financiarización" como una medida del beneficio no invertido en proporción al valor añadido generado por las sociedades no financieras, y comparamos la evolución de dicha tasa con el desempleo (gráfico 7.2), observaremos que su evolución es prácticamente paralela.

Gráfico 7.2: Tasa de financiarización de las SNF y tasa de desempleo, 1950-2011, (%)

* La tasa de financiarización se define aquí como la ratio (EBE/VAB) menos la tasa de inversión (FBKF/VAB). La tasa de desempleo corresponde al conjunto de la economía.
Fuente: INSEE, *Comptes nationaux, Compte des sociétés non financières.*

El incremento de la tasa de financiarización de las empresas no financieras (es decir, el incremento del beneficio no invertido) ha contribuido –junto con otros factores que quedan fuera del alcance de esta investigación– a la reducción del ritmo de creación de empleo durante el periodo de 1980-2009. A su vez, esta ralentización explicaría, al menos en parte, tanto el fuerte incremento del desempleo que vivió la economía francesa desde los años ochenta como su mantenimiento durante las décadas posteriores.

Un reciente informe de la Organización Internacional del Trabajo (ILO, 2009) plantea, en esta misma línea, que la financiarización y los cambios institucionales asociados a ella –aumento de la capacidad de presión de los accionistas en el interior de las empresas– han determinado una proporción creciente de beneficios empresariales no invertidos que han sido distribuidos como dividendos. Este organismo constata (ILO, 2009:52) una caída de la ratio FBKF/EBE para los principales países desarrollados. Otros autores han señalado

también esta vía de influencia del proceso de financiarización sobre la evolución del empleo (Stockhammer, 2005; Duménil y Lévy, 2004).

En los gráficos 7.3 y 7.4 se recoge la evolución del empleo creado por las sociedades no financieras durante las últimas décadas. En ellos podemos observar un importante corte en el ritmo de creación de empleo desde comienzos de los años ochenta. Este bloqueo fue muy profundo durante las décadas de 1980 y 1990, registrándose una recuperación parcial durante el periodo 2000-2009, aunque en niveles sensiblemente inferiores a los de las décadas de posguerra. Esta mejoría en el ritmo de creación de empleo durante el periodo de 2000-2009 se explica fundamentalmente por el fuerte impulso de la contratación durante el bienio 2000-2001 –como consecuencia de la reducción de la jornada laboral impulsada por el ejecutivo de Lionel Jospin[83]– así como por la mayor reinversión del beneficio empresarial a partir de 2003 (ver gráfico 7.2).

Además de la progresiva reducción en el ritmo de creación de empleo, los ciclos de creación y destrucción de puestos de trabajo se han amplificado notablemente durante el periodo neoliberal (ver gráfico 7.3), como consecuencia de la generalizada desreglamentación económica, financiera y laboral.

Gráfico 7.3: Crecimiento del empleo asalariado de las SNF, 1949-2009
(miles de personas, y tasa de crecimiento anual %)

* La escala de la izquierda mide el crecimiento del empleo asalariado interior de las SNF, en miles de personas. La escala de la derecha mide la tasa de crecimiento anual del empleo asalariado interior, en %.
Fuente: INSEE.

[83] Para un análisis de las consecuencias de la implantación de las 35 horas en Francia, véase OECD (2003). La propia OCDE reconocía en ese informe que la puesta en marcha de esta política se tradujo en un fuerte ritmo de creación de empleo (en el bienio 2000-2001 se crean en Francia más de un millón de empleos netos) y un notable repunte de la productividad del trabajo.

Gráfico 7.4: Crecimiento del empleo asalariado de las SNF, 1950-2009
(tasa de crecimiento anual acumulado %)

Fuente: INSEE.

Con el objetivo de profundizar más en las relaciones existentes entre el beneficio no invertido y la creación de empleo, desagregamos a continuación nuestro análisis para el conjunto de las ramas económicas identificadas por el INSEE en sus cuentas anuales. Así, pondremos en relación la tasa de financiarización con el crecimiento del empleo en cada una de las ramas de la economía.

La contabilidad nacional francesa ofrece las principales partidas de la cuenta de resultados desagregadas por ramas, si bien únicamente se proporciona información completa para el periodo 1999-2009. A partir de esa información es posible calcular la tasa de financiarización y el crecimiento del empleo para cada rama de la economía. Excluimos de nuestro análisis las ramas pertenecientes al sector financiero así como también el sector inmobiliario; se mantienen básicamente las ramas industriales y las de servicios no financieros. Excluimos igualmente de nuestro análisis los datos del año 2009, dado que los datos de ese ejercicio presentan un carácter sesgado debido a la crisis económica. Calculamos la tasa de crecimiento anual acumulado del empleo asalariado para el periodo 2000-2008[84]. Contrastamos la evolución del empleo con la tasa de financiarización media de cada industria durante este periodo. La tasa de financiarización se define para cada rama, de nuevo, como la ratio EBE/VAB menos la ratio FBKF/VAB. Los resultados de estos cálculos pueden consultarse en la tabla 7.1 del anexo estadístico, donde se detallan los datos de las 34 ramas consideradas.

En el gráfico 7.5 se muestran los resultados de nuestro análisis. Como podemos observar al representar los valores de cada rama en un gráfico de dispersión, aquellas ramas de la economía francesa que presentan mayores tasas de financiarización para el periodo 2000-2008 –es decir, una mayor proporción de beneficio no invertido– son precisamente las que, en general, han experimentado un menor crecimiento del empleo.

[84] Para calcular la tasa de crecimiento anual acumulado del periodo 1999-2008 sería necesario disponer del dato de 1998. El primer dato proporcionado por la serie del INSEE es el de 1999, por lo que únicamente se puede calcular la tasa de crecimiento del periodo 2000-2008.

Gráfico 7.5: Tasa de financiarización y crecimiento del empleo de las SNF, principales ramas de la economía, 2000-2008
(tasa de crecimiento anual acumulado y tasa media)

* En el eje de abscisas recogemos la tasa de financiarización media del periodo y en el eje de ordenadas presentamos el crecimiento anual acumulado del empleo. Para un mayor detalle consúltese la tabla 7.1 del anexo estadístico.
Fuente: INSEE, *Comptes nationaux, Tableaux détaillés.*

Este análisis, a pesar de su superficialidad y de su carácter todavía agregado, presenta la virtud de apuntar la relación inversa existente entre la tasa de financiarización y el crecimiento del empleo. Así, podemos comprobar cómo la recuperación de la rentabilidad empresarial experimentada por las distintas ramas de la economía francesa no se ha traducido en una mejora de la inversión y, con ello, del empleo.

7.2- El impacto del nuevo perímetro empresarial sobre la fuerza de trabajo

El aumento del beneficio no invertido y su impacto sobre la creación de empleo no ha sido el único canal a través del cual el proceso de financiarización ha influido sobre la masa salarial. La modificación del perímetro empresarial promovida por los inversores financieros ha tenido también un notable impacto sobre la fuerza de trabajo de las empresas francesas a través de distintos mecanismos. Analizamos a continuación estos mecanismos.

7.2.1- Reestructuraciones empresariales y ajustes de plantilla

Las reestructuraciones del perímetro empresarial tienen un efecto directo sobre el nivel de empleo de las empresas, en la medida en que dichos procesos suelen traducirse en significativos despidos colectivos (Lazonick y O'Sullivan, 2000; Beaujolin, 1998; Capelli *et al.,* 1997; Capelli, 1999). Tanto las estrategias de refocalización y desinversión, como las externalizaciones, las fusiones y las adquisiciones son medidas que se traducen, al menos en un primer momento, en despidos directos.

En Francia se constata desde la segunda mitad de la década de 1990 una reacción positiva de la bolsa a los anuncios de despidos por parte de las empresas: la rentabilidad de los fondos propios, así como la rentabilidad bursátil de las acciones, aumenta con las reducciones de plantilla (d'Arcimoles, 1995; d'Arcimoles y Fakhfakh, 1997; Sentis, 1998a y

1998b). Estos son los denominados “despidos bursátiles”, despidos masivos con los que las empresas mandan señales a los mercados financieros indicando su intención de acometer operaciones de refocalización de su cadena de valor. Estas señales son favorablemente acogidas por el mercado bursátil francés siempre y cuando se interpreten como sinónimo de reestructuración ofensiva y se den de forma simultánea a la reducción de activos, y no como respuesta defensiva ante malos resultados, en cuyo caso pueden incluso penalizarse (Montagne y Sauviat, 2001a)[85]. Del mismo modo, también las fusiones y adquisiciones facilitan que las empresas realicen importantes despidos, dado que estas operaciones permiten eliminar tareas duplicadas y aprovechar sinergias entre las empresas fusionadas (Verger, 2003)[86].

El proceso de reestructuración empresarial en Francia ha contribuido, como sabemos, a erosionar progresivamente los conglomerados formados en las décadas de 1950, 1960 y 1970, haciendo emerger nuevas organizaciones más ligeras y rentables. La principal variable de ajuste en este proceso ha sido el empleo (Capelli *et al.*, 1997). Los despidos empresariales han sido siempre un elemento consustancial a la dinámica capitalista, particularmente en épocas de crisis o en sectores y empresas que veían decaer su mercado. Sin embargo, no existe nada parecido a las estrategias de *downsizing* –entendidas éstas como una fuerte reducción de la fuerza de trabajo de una empresa a pesar de que su mercado no se reduzca– antes de la década de 1980.

Los datos del *European Restructuring Monitor*, base de datos de la Comisión Europea elaborada a partir de una metodología muy restrictiva, cifran en casi 450.000 los puestos de trabajo destruidos en Francia entre 2002 y 2010 como consecuencia de las distintas medidas de reestructuración empresarial, tal y como se puede ver en el cuadro 7.1[87]. No incluimos en esta cifra los puestos de trabajo destruidos por meros cierres empresariales, aunque en muchos casos estos preceden a las operaciones de subcontratación y externalización. Además, la capacidad que estas estrategias de reestructuración tienen para crear puestos de trabajo, como vemos en el cuadro 7.1, es muy limitada. De hecho, la inmensa mayoría de los nuevos puestos creados están vinculados al rótulo “expansión de negocio”, y no a las operaciones de reestructuración[88].

---

[85]Algunos autores señalan cómo los beneficios económicos y bursátiles asociados a estos despidos desaparecen en el medio plazo, inscribiéndose dicha medida en el marco del cortoplacismo que preside las estrategias empresariales de maximización del valor accionarial. Véase en este sentido Froud *et al.* (2000a y 2000b) y Montagne y Sauviat (2001b).

[86] Resulta ilustrativa en este sentido la aplicación informática SIMS mencionada por Verger (2003:17). Este software permite a las empresas conocer con antelación a la fusión el grado de duplicación de sus estructuras laborales y por tanto la cantidad de despidos posibles.

[87] El *European Restructuring Monitor*, base de datos elaborada por la *European Foundation for the Improvement of Living and Working Conditions*, presenta importantes limitaciones de cara al estudio de las reestructuraciones empresariales. La metodología que utiliza para la recogida de información estadística se fundamenta en el registro de las operaciones de reestructuración que lleva a cabo una red de corresponsales a partir del seguimiento diario de la prensa (generalista y especializada) de los distintos países de la UE. La recogida de datos descansa únicamente en la revisión sistemática de los anuncios y noticias de prensa que dan cuenta de estas operaciones. Además, la base de datos del ERM sólo contabiliza aquellas operaciones de reestructuración empresarial que cumplen los siguientes criterios: a) afectan al menos a un país de la UE; b) suponen una reducción anunciada o real de al menos 100 puestos de trabajo; c) tienen que ver con plantas que emplean a más de 250 trabajadores y al menos al 10% de la fuerza de trabajo de la empresa. Esta metodología y estos criterios de registro influyen en una importante infravaloración del impacto de las reestructuraciones empresariales en la UE.

[88] Resulta en este sentido sumamente sorprendente el dato que ofrece el ERM sobre nuevos puestos de trabajo creados por las políticas de fusión y adquisición. Cuando se consulta el detalle de la base de datos a ese

Cuadro 7.1: Efecto sobre el empleo de las reestructuraciones empresariales en Francia, 2002-2010

Tipo de reestructuración	Puestos de trabajo destruidos	% Puestos de trabajo destruidos	Puestos de trabajo creados	% Puestos de trabajo creados	Casos	% Casos
Reestructuración interna	403839	78,3%	18786	7,0%	506	43,0%
Expansión de negocio	-	0,0%	184778	69,1%	263	22,3%
Bancarrota / cierre	68126	13,2%	420	0,2%	259	22,0%
Sucontrat, Inter, / desloc,	19849	3,8%	-	0,0%	67	5,7%
Fusión y adquisición	17621	3,4%	63313	23,7%	56	4,8%
Relocalización	4093	0,8%	51	0,0%	22	1,9%
Subcontratación nacional	2075	0,4%	-	0,0%	2	0,2%
Otra	296	0,1%	-	0,0%	2	0,2%
Total	**515899**	**100%**	**267348**	**100%**	**1177**	**100%**

Fuente: European Restructuring Monitor

Evidentemente, este ajuste sobre las plantillas de las empresas no se ha traducido –salvo en algunos sectores o durante algunos periodos– en destrucción de empleo neto en la economía francesa (ya vimos en los gráficos 7.3 y 7.4 como el empleo, aunque débilmente, seguía creciendo en las décadas de 1990 y 2000). Las empresas francesas, al tiempo que desarrollaban masivas operaciones de reestructuración y ajustaban para ello sus plantillas a la baja, contrataban nueva fuerza de trabajo para líneas de negocio en expansión. No obstante, en este proceso ha operado una progresiva sustitución de condiciones laborales estables y seguras, por nuevas condiciones caracterizadas por una mayor precariedad.

De este modo, el impacto de las estrategias de *downsizing* sobre la fuerza de trabajo no se produce "de una vez y para siempre". Los despidos masivos de las empresas son de alguna forma parte de un cambio más profundo en las relaciones laborales. Las empresas no pueden acometer despidos masivos sistemáticamente sin desaparecer; pero sí pueden despedir y contratar simultáneamente nuevos trabajadores, volviendo a impulsar despidos masivos cuando su mercado o sus competencias clave cambian y, de este modo, aplicar sobre la fuerza de trabajo las prácticas de *just in time* propias de otros factores de producción (Capelli *et al.*, 1997). La continua presión que experimentan las empresas por parte de competidores, mercados e inversores para reestructurar permanentemente sus competencias es de este modo repercutida sobre la fuerza de trabajo.

7.2.2- Nuevo perímetro empresarial y desconcentración laboral.

La modificación del perímetro empresarial a la que nos venimos refiriendo presenta una implicación para el trabajo seguramente más importante que los ajustes sobre las plantillas:

respecto se constata que de los supuestos 63313 empleos creados por estas prácticas entre 2002 y 2010, 60000 corresponden al anuncio hecho público con ocasión de la fusión de GDF y Suez. La nueva empresa anunció que crearía 60000 puestos de trabajo entre 2007 y 2013, registro del que da cuenta la base de datos ERM. Sin embargo, cuando se comprueban los datos del empleo de ambas compañías en la base de datos Amadeus, se puede constatar que dicha creación de puestos de trabajo no se ha producido: en 2007 GDF tenía 47560 empleados, y Suez 192281. En 2008, tras la fusión, la empresa pasa a tener 234653, y en 2010 la empresa tiene 214000.

la ruptura de los espacios laborales tradicionales y, con ello, la determinación de una menor capacidad de negociación frente al capital.

La aplicación de las medidas de refocalización y subcontratación, junto con los nuevos criterios de gestión impuestos por los inversores institucionales (basados en la división de las empresas en unidades de negocio semiautónomas que puedan ser evaluadas independientemente), han modificado profundamente el marco en el que tradicionalmente se han desarrollado las relaciones industriales, la organización laboral y la negociación entre capital y trabajo.

En el curso de las últimas décadas el tejido productivo francés se ha vuelto más reticular y fragmentado. De acuerdo a la lógica empresarial anglosajona impulsada por los inversores institucionales ("*small is beautiful*"), la talla media de los establecimientos productivos no ha dejado de disminuir durante este periodo. Así, como podemos ver en los gráficos 7.6 y 7.7, el número medio de empleados por empresa ha disminuido progresivamente en casi todas las ramas de la economía francesa (a excepción del comercio y, en menor medida, los servicios administrativos). Esta reducción del número medio de empleados ha sido más acusada en las ramas industriales (industria manufacturera, energía e industrias extractivas).

Con la llegada de las reestructuraciones las empresas han dividido sus filiales en unidades más pequeñas. Este proceso comenzó en la década de 1980, a partir de las reformas promovidas por el Estado en las empresas nacionalizadas. Posteriormente, la llegada de los inversores financieros anglosajones en la segunda mitad de la década de 1990 contribuye a reforzarlo. Así, los grandes grupos empresariales franceses (aquellos con más de 10.000 asalariados) estaban integrados en 1980 por una media de 40 empresas por grupo, mientras que en 1995 tenían 125; simultáneamente, el número medio de trabajadores por filial se redujo un 33% (Coutrot, 1999: 50).

Gráfico 7.6: Número medio de empleados por empresa, 1997-2009

(número de empleados)

* El número medio de empleados por empresa se calcula dividiendo el número de empleados de cada industria por el número de empresas presentes en dicha industria.

** Sólo se tienen en cuenta las grandes empresas (aquellas con un volumen de negocio superior a 50 millones de euros).

Fuente: Bach

Gráfico 7.7: Número medio de empleados por empresa, 1997-2009
(número de empleados)

* El número medio de empleados por empresa se calcula dividiendo el número de empleados de cada industria por el número de empresas presentes en dicha industria.
** Sólo se tienen en cuenta las grandes empresas (aquellas con un volumen de negocio superior a 50 millones de euros).
Fuente: Bach

La talla media de las plantas más grandes ya raramente sobrepasa los 5000 empleados, reflejo de la menor importancia relativa de las grandes unidades productivas. No obstante, esto no quiere decir que el modelo preponderante sea el desarrollo de pequeñas y medianas empresas familiares o independientes. Al contrario, la concentración financiera en el sector de las pequeñas y medianas empresas ha aumentado notablemente en las últimas décadas: mientras que en 1985 sólo el 45% de la cifra de negocio de las medianas empresas (entre 200 y 500 trabajadores) estaba controlada por los grandes grupos, dicha cifra superaba el 70% en la segunda mitad de la década de 1990 (Coutrot, 1998: 229).

Esta desconcentración laboral experimentada por el tejido productivo francés –fruto de las sucesivas operaciones de reestructuración empresarial–, va a tener consecuencias directas sobre la capacidad de negociación de los asalariados, al erosionar los marcos laborales tradicionales que estructuraban el conflicto de clase en Francia y de los que dependía dicha capacidad negociación. En el apartado 7.4 abordaremos con detalle esta cuestión.

7.2.3- El desmantelamiento de los mercados internos de trabajo y las subvenciones intrafirma

Más allá de erosionar la capacidad de negociación de los asalariados, esta nueva organización del tejido empresarial francés –más reticular y fragmentada, caracterizada por la desconcentración productiva– ha tenido otras dos consecuencias importantes (Goyer, 2002). La primera de ellas es la reducción de las subvenciones intrafirma entre divisiones empresariales de desigual rentabilidad. La segunda es la progresiva supresión de los mercados internos de trabajo propios de las grandes empresas.

Uno de los fundamentos de los nuevos mecanismos de evaluación y control de los

mercados financieros –los modelos EVA y MVA– radica en que permiten evaluar cada unidad de negocio de una empresa de forma descentralizada, viendo su contribución parcial a la creación de valor global de la empresa y haciendo que cada centro de decisión confronte sus objetivos concretos con el coste de los recursos utilizados (Commissariat Général du Plan, 2002).

De este modo, los mercados financieros ya no toleran unidades de negocio no rentables –o insuficientemente rentables– en el marco de organizaciones rentables, dado que se traducen en subvenciones intrafirma ente las distintas unidades de la empresa que limitan el valor accionarial global de ésta (Beffa, 2000). La eliminación de las subvenciones intrafirma entre divisiones empresariales de desigual rentabilidad ha supuesto que, como se dijo anteriormente, aquellas divisiones empresariales con más problemas de rentabilidad no se mantengan en el perímetro empresarial. La lógica de los mercados financieros traducida en estrategias empresariales concretas impone por tanto la desinversión y externalización de estas unidades.

La eliminación de las subvenciones intrafirma ha tenido un fuerte impacto sobre las plantillas de las empresas. No sólo, ni principalmente, por el impacto en términos de destrucción de empleo que puede haber supuesto sino, especialmente, por impulsar la ruptura de la homogeneidad salarial y laboral anteriormente lograda bajo el paraguas de un único convenio colectivo. Este fenómeno ha sido especialmente patente en la dinámica empresarial francesa donde, dada la débil implantación de las organizaciones sindicales a pie de firma, las operaciones de desinversión y subcontratación han sido desarrolladas por las empresas sin acuerdos sindicales de por medio que amortiguasen la destrucción de empleo y preservasen las condiciones laborales.

En segundo lugar, la desconcentración del tejido productivo francés ha conllevado también la erosión de los mercados internos de trabajo de las empresas y, por tanto, las posibilidades de movilidad, progresión, protección y negociación colectiva que éstos suponían para los asalariados.

Los mercados internos de trabajo, propios de la organización laboral francesa de las décadas de 1950, 1960 y 1970, no sólo limitaban la competencia entre los propios trabajadores de la empresa, sino que contribuían a fortalecer espacios de protección frente a los mercados externos. Así, los mercados laborales internos contribuían a aislar relativamente a los trabajadores de la competencia y la incertidumbre asociadas al mercado de bienes y al mercado laboral externo. Entre las principales características de estos mercados internos de trabajo, se encontraban las siguientes (Capelli *et al*., 1997):

- Selección: las empresas habitualmente contrataban trabajadores con poca experiencia laboral así como con poca formación previa –incluso en los puestos directivos–. El centro de trabajo se entendía como el espacio en el que dicha experiencia y dicha formación se adquiría.
- Formación laboral: las empresas asociaban la formación a una carrera laboral vitalicia, que permitía una incorporación inicial en tareas de escasa formación para, a partir de ahí, ir transitando hacia labores más cualificadas y mejor remuneradas.
- Promoción: en la medida en que la mayor parte de la formación laboral estaba asociada al puesto de trabajo y, además, presentaba un carácter informal, la estructura de promoción laboral estaba íntimamente vinculada con dicha formación y, en particular, con la antigüedad como indicador objetivo ésta. Algunas compañías presentaban itinerarios independientes de ascenso laboral –a modo de “vías rápidas”– para acelerar la promoción de los trabajadores más eficientes desde el

momento de su incorporación, pero este mecanismo era residual.

- Antigüedad: de hecho, el criterio rector de multitud de decisiones laborales tenía una base objetiva, fundamentada en la antigüedad laboral, en lugar de en los méritos individuales u otros factores subjetivos.
- Estructura organizativa: la geografía organizativa de la firma estaba segmentada en áreas funcionales o divisiones, con una jerarquía propia –y compleja– en cada una de dichas divisiones además de la jerarquía central, común a todas ellas. Por tanto, los niveles jerárquicos que cualquier trabajador tenía por encima podían llegar a ser muy numerosos.
- Organización del trabajo: el trabajo tendía a estar organizado en base a los principios fordistas y tayloristas, de modo que cada puesto estuviese asociado a una serie de tareas muy específicas. Esta fragmentación asignaba un muy reducido grado de autonomía a cada trabajador individual.
- Seguridad laboral: el vínculo contractual con la empresa durante el periodo de 1950-1979 se entendía –tanto entre los directivos como entre los trabajadores– como un vínculo prácticamente vitalicio, particularmente en las grandes empresas. Ni siquiera la propia evolución del ciclo económico suponía una importante alteración en esta tendencia. En épocas de reducción de la demanda los despidos eran gestionados de acuerdo a la antigüedad, de forma que los trabajadores más mayores permanecían blindados a la evolución del ciclo. Incluso los trabajadores despedidos, los más jóvenes, acostumbraban normalmente a permanecer vinculados a las empresas que les despedían, dado que volvían a ser contratados una vez que se recuperaba la demanda. Como resultado, la fuerza de trabajo solía permanecer coordinada incluso en contextos de reducción de plantilla.
- Salarios: la gestión salarial estaba anclada en la idea de que el riesgo empresarial era asumido únicamente a los accionistas. Los trabajadores no conocían más incertidumbre en sus salarios que la presencia o ausencia de horas extraordinarias. Incluso los *bonus* de los directivos se implementaban de acuerdo a logros generales de la empresa (sobre los que los individuos concretos tenían poco o nulo control). El vínculo entre la evolución de la empresa y el salario de los trabajadores era prácticamente inexistente. Los salarios se regulaban de acuerdo a la cualificación profesional y a la antigüedad, y las diferencias en los componentes meritocráticos del salario eran mínimas.

Considerados conjuntamente, estos elementos contribuyeron a proteger a los trabajadores –especialmente en las grandes empresas– frente a la incertidumbre y las presiones externas. Estos mercados internos de trabajo constituían una institución híbrida. Por un lado, eran la expresión de una gestión de la fuerza de trabajo funcional a las propias necesidades empresariales del momento (predictibilidad de la oferta de empleo, control de su calidad, etc.); sin embargo, por otro lado, estos mercados internos fueron también el resultado de las conquistas sindicales y sociales que se lograron durante la oleada de huelgas de mayo-junio de 1936, así como tras la Liberación, durante el trienio 1945-48 (Mouriaux, 2004).

El despliegue de los factores señalados tanto en este apartado como en el inmediatamente anterior (desconcentración productiva, fragmentación de las distintas unidades de negocio, externalización de las actividades de menor rentabilidad, fin de las subvenciones intrafirma, erosión de los mercados internos de trabajo) se ha traducido en

una progresiva segmentación de las categorías del trabajo asalariado en Francia.

Dicha segmentación ha dado lugar a una serie de “anillos laborales” con desigual poder negociador y a una fuerza de trabajo crecientemente dual. Por una parte, un núcleo estable de trabajadores con contratos indefinidos –aunque cada vez es mayor la facilidad que otorga la legislación laboral francesa para rescindir unilateralmente dichos contratos–, con una elevada movilidad interna, que recibe una formación permanente y proporciona polivalencia y flexibilidad funcional a la empresa. Por otra parte, trabajadores con contratos de duración determinada, inestables, precarios y vinculados preferentemente a empresas subcontratistas o a tareas periféricas de las grandes empresas, encargados de hacer frente a los aumentos irregulares de la producción. Estos últimos proporcionan flexibilidad de mercado a la firma y constituyen por tanto los primeros efectivos sobrantes en caso de reducción de la demanda. Esta creciente segmentación del mercado de trabajo francés va a repercutir en la pérdida de poder negociador del trabajo asalariado.

7.2.4- Fusiones y adquisiciones, ajustes de plantilla y transferencia de rentas

Las operaciones de fusión y adquisición permiten en numerosas ocasiones la eliminación de empleos sobrantes, redundantes en la nueva estructura empresarial. Estas reestructuraciones impactan en el empleo total de las dos firmas fusionadas determinando, generalmente, que la cifra de empleo resultante de la operación sea inferior al empleo que conjuntamente tenían ambas firmas por separado.

Cuadro 7.2: Efecto sobre el empleo de las medidas de F&A, UE-27, 2002-2010

País	Puestos de trabajo destruidos	% Puestos de trabajo destruidos	Puestos de trabajo creados	% Puestos de trabajo creados	Casos	% Casos
Reino Unido	35070	24,1%	1325	1,6%	57	18,8%
Francia	17621	12,1%	64913	79,7%	57	18,8%
Alemania	31496	21,6%	1000	1,2%	49	16,2%
Italia	21971	15,1%		0,0%	16	5,3%
Holanda	5385	3,7%		0,0%	15	5,0%
Austria	4138	2,8%	275	0,3%	14	4,6%
España	5887	4,0%	150	0,2%	12	4,0%
Rep. Checa	1990	1,4%	1830	2,3%	11	3,6%
Bélgica	4412	3,0%		0,0%	11	3,6%
Polonia	7038	4,8%	4000	4,9%	10	3,3%
Suecia	1480	1,0%	190	0,2%	8	2,6%
Rumanía	1400	1,0%	6040	7,4%	7	2,3%
Finlandia	1588	1,1%	160	0,2%	7	2,3%
Irlanda	1376	1,0%	100	0,1%	5	1,7%
Portugal	446	0,3%	300	0,4%	4	1,3%
Dinamarca	698	0,5%		0,0%	4	1,3%
Noruega	2052	1,4%		0,0%	3	1,0%
Eslovenia	175	0,1%	120	0,2%	3	1,0%
Grecia	200	0,1%	460	0,6%	3	1,0%
Hungría	500	0,3%		0,0%	2	0,7%
Eslovaquia	160	0,1%	300	0,4%	2	0,7%
Estonia	166	0,1%	295	0,4%	2	0,7%
Lituania	340	0,2%		0,0%	1	0,3%
Total	**145589**	**100%**	**81458**	**100%**	**303**	**100%**

Fuente: European Restructuring Monitor

Tal y como podemos ver en el cuadro 7.2, el efecto sobre el empleo de las operaciones de fusión y adquisición presenta un saldo neto negativo en prácticamente todos los países de la UE. Aparentemente, en el caso de Francia la base de datos del *European Restructuring Monitor* no refleja una situación análoga a la del resto de la UE. Sin embargo, una vez que retiramos, tal y como antes se comentó, los 60000 empleos que dicha base de datos contabiliza incorrectamente en la columna "puestos de trabajo creados", también en Francia el impacto neto de las fusiones y adquisiciones sobre el empleo es negativo[89].

Este ajuste sobre el empleo es de mayor intensidad cuando la operación es hostil (Conyon *et al*., 2001) y, en el caso francés, cuando las empresas pertenecen a la misma industria (Bunel *et al.,* 2008).

Además, el impacto de las operaciones de fusión y adquisición sobre el mercado de trabajo no se reduce únicamente a la cuestión del empleo destruido. Estas medidas conllevan una ruptura de los contratos explícitos e implícitos de la empresa con los trabajadores, lo que facilita –en un contexto de ajustes de plantilla como el que rodea a estas operaciones– una renegociación de dichos contratos desfavorable para los intereses de los trabajadores (Black *et al.*, 2008; Gospel y Pendleton, 2005). De este modo, las operaciones de fusión y adquisición, al alterar las condiciones contractuales y establecer un importante mecanismo de presión sobre el marco de la negociación colectiva, suelen traducirse también en una acrecentada contención salarial. Así, por ejemplo, Bertrand y Mullainathan (2003) comprueban cómo los incrementos salariales de los trabajadores son mayores cuando estos trabajan en empresas que presentan un mayor nivel de protección legal frente a las ofertas públicas de adquisición.

En la medida en que las operaciones de fusión y adquisición suelen estar acompañadas de un incremento –al menos a corto y medio plazo– del valor accionarial, de una destrucción de empleo neto y de una ruptura de los contratos explícitos e implícitos entre los trabajadores y la empresa, podemos decir que este tipo de operaciones constituyen un medio para transferir rentas desde los trabajadores hacia los accionistas (Coutinet y Sagot-Duvauroux, 2003).

El impacto de las fusiones y adquisiciones sobre el mercado de trabajo resulta particularmente significativo cuando hablamos de operaciones hostiles con un elevado apalancamiento financiero (los ya mencionados LBO habitualmente impulsados por fondos de inversión). En estos casos, en los que el comprador utiliza un fuerte apalancamiento para adquirir una empresa y espera que sea el propio *cashflow* y la venta de activos de dicha sociedad lo que cubra el pago de la deuda, las presiones sobre el empleo y el salario de la empresa adquirida se redoblan.

De hecho, las operaciones de LBO se han orientado progresivamente hacia la búsqueda de rentabilidad a corto plazo. Como podemos ver en el gráfico 7.8, el periodo medio de permanencia de los inversores financieros tras una operación de LBO se ha reducido notablemente durante los últimos años. De este modo, los inversores que desarrollan una operación de este tipo, aproximadamente un año después de haber adquirido la empresa vuelven a sacarla al mercado secundario o a venderla a un nuevo inversor. El proceso de renegociación de contratos asociado a estos cambios va a tener un importante efecto desestabilizador sobre la masa salarial de la empresa adquirida, determinando ajustes sobre sus niveles de empleo y salario (ILO, 2009; Amess y Wright, 2007).

[89] Véase la nota al pie anterior, en la que se explica esta cuestión.

Gráfico 7.8: Periodo medio de permanencia en el accionariado de los inversores financieros tras una operación de tipo LBO
(número de meses, 1970-2007)

* Nota: El gráfico muestra el periodo medio de control accionarial para operaciones individuales de LBO e incluye operaciones de salida únicamente.
Fuente: ILO (2009: 55)

7.3- Financiarización de la gestión de la fuerza de trabajo: la participación financiera

Sabemos que el proceso de financiarización de las estrategias empresariales se ha concretado en una ralentización de la inversión, determinando con ello un menor ritmo de creación de empleo. Del mismo modo, dicho proceso ha modificado el perímetro empresarial y ha alterado el marco tradicional de la negociación colectiva. Estas transformaciones, como veremos en el siguiente apartado, van a resultar determinantes en la evolución del salario. No obstante, cabe hacerse la siguiente pregunta: más allá de estas vías indirectas, ¿el proceso de financiarización ha modificado directamente las llamadas "políticas de recursos humanos" de las empresas francesas?

7.3.1- Inversores financieros y gestión de la fuerza de trabajo.

Los trabajos que han explorado los vínculos entre los inversores financieros y la gestión de la fuerza de trabajo se han centrado tradicionalmente en los problemas de agencia que surgen entre accionistas y directivos. Son muy escasos los trabajos empíricos que han estudiado el impacto del proceso de financiarización sobre la gestión de la fuerza de trabajo no directiva. En Francia destacan los trabajos de Montagne y Sauviat (2001a y 2001b), así como de Mottis y Ponssard (2002).

En general, los directores de recursos humanos de las grandes empresas francesas no suelen recibir una influencia directa y explícita –en términos de demandas concretas– por parte de los mercados financieros, salvo en una serie de aspectos puntuales (aunque importantes). La principal influencia que declaran recibir los departamentos de recursos humanos sigue siendo la de los propios departamentos financieros o de producción de sus empresas, departamentos sobre los que sí recaen directamente las demandas concretas de los inversores institucionales, y que actúan por tanto como correas de transmisión en el seno de la empresa, posibilitando que dichas exigencias afecten también a la gestión de la fuerza de trabajo.

El análisis financiero no presenta a fecha de hoy un corpus teórico que, de forma

sistemática y explícita, oriente a los inversores institucionales en materia de gestión de la fuerza de trabajo (Montagne y Sauviat, 2001b), a diferencia de otros terrenos de la empresa (políticas de distribución de dividendos, políticas de inversión empresarial, estrategias de crecimiento externo, etc.). En este sentido, se podría decir que los inversores financieros delegan una gran parte de la gestión de la fuerza de trabajo (en términos de contratación, carrera profesional, formación, negociación, etc.) en los directivos de la empresa, exigiéndose fundamentalmente el logro de una serie de objetivos generales relacionados con la maximización de la rentabilidad financiera, el respeto a los derechos de los accionistas minoritarios y el desarrollo de estrategias de reestructuración.

Las demandas formales de los inversores y analistas financieros a las empresas francesas en materia de recursos humanos se limitan casi exclusivamente a dos ratios: productividad de la fuerza de trabajo, y parte del salario de los directivos y trabajadores vinculada directamente con la participación en los beneficios o acciones de la empresa.

La demanda de una ratio de productividad laboral creciente concentra buena parte de las exigencias de los mercados financieros a las empresas en materia de recursos humanos. Aunque no siempre se expliciten, las medidas que en el terreno laboral concretan esta exigencia pasan generalmente por la contención de los costes laborales, especialmente los costes laborales fijos. Así, y como podremos contrastar en el capítulo 8, la presión de los mercados financieros para que las empresas incrementen su rentabilidad se descarga habitualmente sobre los salarios.

Además, aunque no exista un corpus teórico reconocido que explicite las exigencias a las empresas en materia de gestión de la fuerza de trabajo, sí que se pueden apreciar diversos tipos de respuestas y reacciones de los mercados financieros ante los anuncios de las empresas en este terreno.

Buena prueba de ello es la existencia misma de lo que anteriormente denominamos “despidos bursátiles” (despidos masivos, favorablemente acogidos por los mercados financieros, que las empresas utilizan para mandar señales a los inversores indicando su deseo de acometer reestructuraciones organizacionales). Algunas investigaciones (Abowd, 1990 y d’Arcimoles, 1995) señalan cómo, en general, las cotizaciones bursátiles disminuyen ante anuncios de aumentos salariales no previstos, dado que los accionistas los interpretan como una presión en el reparto del valor añadido creado por la empresa. Abowd (1990) estudia además cómo, para el caso de la bolsa norteamericana, se observa una correlación negativa entre la presencia sindical y las cotizaciones bursátiles de una empresa (penalización que oscila entre el 15% y el 25%), al tiempo que el anuncio de elecciones sindicales determina la reducción de las cotizaciones.

De esta manera, existen principios implícitos o convenciones que son clave para dirigir las actuaciones empresariales. Por ejemplo, en una encuesta a un conjunto de analistas financieros de la SFAF (*Société Française des Analystes Financiers*), el 64% de los analistas interrogados reconocen que la gestión social de la empresa es un factor importante de la rentabilidad (d’Arcimoles, 1997). Estos analistas consideran que la rentabilidad empresarial se ve afectada fundamentalmente por la formación de la fuerza de trabajo (87%), por la política salarial (87%), por la masa salarial (85%) en la medida en que éste es un punto crítico del equilibrio financiero, y por la gestión participativa (73%), puesto que, según la respuesta textual de los analistas “no hay posibilidad de éxito empresarial sin la implicación del personal”. Por el contrario, los resultados de esta encuesta indican la menor importancia que los analistas dan a factores como “las relaciones profesionales (delegados, sindicatos, negociaciones) y el diálogo social activo” (40%) o al “seguimiento y tratamiento de la conflictividad latente (absentismo, bajas laborales, accidentes de trabajo) y del clima

social" (47%). Los analistas financieros estiman igualmente que debe ser el resultado económico el que subordine y proporcione los medios a la política social de la empresa (67%), y que el objetivo de la gestión social debe ser evitar las crisis en la empresa (73%). El 100% consideraba "absolutamente necesario" que la política social de la empresa "asegurase la flexibilidad de los costes".

Más allá de esta serie de convenciones de los analistas y mercados financieros sobre la necesidad de ajustar y flexibilizar los costes laborales de la empresa, los inversores financieros demandan también información sistemática de la proporción del salario de directivos y trabajadores vinculado directamente con la participación en los beneficios o acciones de la empresa.

7.3.2- La participación de los trabajadores en el accionariado de las empresas

De cara a respetar las nuevas normas financieras así como la fuerte competencia internacional las empresas francesas han desarrollado nuevas fórmulas de remuneración de la fuerza de trabajo.

Estas nuevas fórmulas pretenden compartir con los asalariados tanto el riesgo empresarial como los beneficios, implicando a éstos en los propios objetivos de creación de valor accionarial. Se ha desarrollado con ello una fuerte presión sobre el salario base, incrementándose la parte variable de la remuneración y estimulándose los planes de participación en beneficios y propiedad. Esta modificación de las fórmulas tradicionales de remuneración se ha dado además en los distintos niveles jerárquicos de las empresas.

El instrumento del que los accionistas se han servido en las últimas décadas para soldar los intereses de los dirigentes empresariales a los suyos propios, y garantizar así el objetivo de la maximización del valor bursátil, han sido fundamentalmente las *stock options*. Así, los altos directivos franceses han experimentado un cambio radical en sus pautas de remuneración fruto del desarrollo espectacular de este medio de pago, impulsado por los inversores institucionales con la intención de que la remuneración de la alta dirección dejase de estar influida por el tamaño de la empresa y pasase a vincularse con los resultados financieros.

Esta fórmula de remuneración comienza su expansión en Francia en la segunda mitad de la década de 1990. Dicha expansión continua después de la crisis de 2001-2002 llegando a ser habitual que el valor de las *stock options* represente entre el 50 y el 100% del salario base de los directivos (*La Vie Financiere*, 2004). Valga como ejemplo la tabla 7.2 del anexo estadístico, en la que se reflejan las principales operaciones de venta de *stock options* en la bolsa francesa en el año 2003.

El desarrollo y la difusión de las *stock options* como mecanismo de fidelización de los directivos a los intereses de los accionistas no se ha circunscrito únicamente a los consejos de administración. A finales de los años noventa más de 28.000 directivos de las empresas del CAC 40 se beneficiaban de *stock options* por un valor global de casi 7.000 millones de euros (*L'Expansion*, 1999).

A los efectos de esta investigación resulta especialmente interesante el hecho de que la influencia de los mercados financieros en el terreno de la remuneración no se ha limitado a los directivos. Desde mediados de los años noventa los cambios en las pautas de remuneración han comenzado a afectar también a una proporción creciente de los asalariados, incrementándose la parte del salario variable de éstos.

Tradicionalmente la parte variable del salario de los trabajadores franceses no sólo ha sido reducida (comparada por ejemplo con los estándares anglosajones), sino que además estaba ligada exclusivamente con resultados de tipo operacional, evaluados con indicadores

internos y vinculados con el mercado de bienes (cifra de ventas de la unidad correspondiente, cartera de clientes, etc.) (Plihon y Ponssard, 2002). Las nuevas pautas de remuneración de la fuerza de trabajo, sin anular este mecanismo tradicional de formación de la parte variable del salario, han incorporado un elemento novedoso: la participación en el accionariado de la empresa.

En la medida en que la gestión social de la empresa es tradicionalmente percibida por los inversores financieros en términos de conflicto capital/trabajo –es decir, de reparto del valor creado entre accionistas y asalariados–, la comunidad financiera acoge de forma muy favorable estos sistemas de participación en beneficios o acciones, puesto que se presentan *a priori* como una posible conciliación de intereses (Montagne y Sauviat, 2001a). Esta supuesta conciliación de intereses se basa en la interacción de dos elementos: la fijación de un tope al crecimiento del salario base y, simultáneamente, la participación de los asalariados en los beneficios variables asociados a la propiedad accionarial.

Estos nuevos componentes de la remuneración de los asalariados –que están entre los desarrollos más significativos de la gestión de la fuerza de trabajo a escala internacional durante los años noventa– han sido especialmente promovidos por la Unión Europea a lo largo de los últimos años: en 1992, y sobre la base del Informe Pepper I (1991), el Consejo de la Unión Europea aprobó una Recomendación en la que se instaba a todos los Estados miembros a promover el uso de la llamada "participación financiera" en las empresas[90]. Con posterioridad, la Comisión Europea aprueba sucesivos Informes Pepper (II, II y IV) profundizando y extendiendo dicha recomendación. A partir de ese momento, los sucesivos gobiernos franceses también actualizarán el *Code du Travail* (que ya contemplaba en su Libro III un apartado sobre esta cuestión) para impulsar la participación financiera.

El sistema de participación financiera de las empresas francesas tiene su origen a finales de la II Guerra Mundial, auspiciado por la visión Gaullista de cooperación entre capital y trabajo (Poutsma, 2001). En la medida en que este sistema nunca fue defendido ni por los sindicatos ni por los gobiernos de izquierdas, no llegó a desarrollarse más allá de algunas grandes empresas nacionalizadas. Será ya con los desarrollos legislativos y empresariales de la segunda mitad de los años noventa cuando la participación financiera comience a generalizarse en las grandes empresas.

Los sindicatos franceses, tradicionalmente opuestos a este tipo de medidas, bloquearon hasta los años noventa su posible desarrollo. La oleada de privatizaciones que se desarrolló a partir de la segunda mitad de los años noventa fue el principal mecanismo del que se sirvió el gobierno y la patronal para forzar a los sindicatos a aceptar la participación financiera (Poutsma, 2001). Una ley de 1994 unifica los tres grandes pilares de la participación financiera en Francia: participación voluntaria en los beneficios empresariales (*intéressement*), participación obligatoria y diferida en los beneficios empresariales (*participation*) y planes de ahorros en la empresa como vehículo para promover la participación en el accionariado salarial (*plan d'épargne en entreprise)*[91]*.* La "*Loi Fabius*", aprobada en febrero de 2001, dará el impulso final a estas medidas.

Estos instrumentos permiten que los asalariados –o bien a través de la *participation* y el *intéressement,* o bien a través de los *plan d'épargne en entreprise*– se vinculen con los

[90] Se puede acceder a dicha Recomendación en European Council (1992): "Council Recommendations of 27 July 1992 concerning the Promotion of Employee Participation in Profits and Enterprise Results", *Official Journal of the European Communities*, No. L.245, 26 August 1992, pp.53-55.

[91] Para un mayor detalle sobre este punto véase AMF (2009): *L'épargne salariale*, Autorité des Marchés Financiers, Paris.

resultados y la propiedad de la empresa, destinando parte de sus remuneraciones (primas adjuntas al salario, sumas provenientes de la participación en los beneficios, etc.) a un sistema de ahorro colectivo. Este sistema de ahorro colectivo, que se congela en el seno de la empresa durante un determinado periodo de tiempo, presenta un tratamiento fiscal muy favorable.

La extensión de la participación financiera va a dar lugar a la generalización del llamado "accionariado asalariado" en el tejido productivo francés: el número de asalariados de una empresa que además son accionistas de la compañía se ha incrementado notablemente. Como podemos ver en el gráfico 7.9, el porcentaje de grandes grupos empresariales franceses que presentan planes de participación accionarial para sus empleados alcanzaba en 2008 el 95,8%, significativamente por encima de la media europea de ese año (83,0%). Vemos en el gráfico como es a partir de los años noventa cuando dichos planes se generalizan en Francia, al igual que en el resto de la UE (si bien en Francia se partía ya de un nivel relativamente alto en los años ochenta).

Gráfico 7.9: Grandes empresas que presentan planes de participación accionarial para sus empleados (% total de empresas, 1945-2008**)**

*Nota: los datos de la European Federation of Employee Share Ownership se elaboran a partir de la información recogida para 2475 grupos empresariales de 29 países europeos (UE-27, Suiza y Noruega), que emplean conjuntamente a 33,4 millones de trabajadores.
Fuente: European Federation of Employee Share Ownership.

Además, y como podemos ver en el gráfico 7.10, la participación financiera en Francia abarca un importante porcentaje de trabajadores de las grandes empresas. El porcentaje de asalariados que son simultáneamente accionistas de su empresa supera el 45%, notablemente por encima de la media de los 29 países europeos para los que proporciona información la *European Federation of Employee Share Ownership*[92]. En el gráfico 7.11 vemos asimismo cómo en Francia, del total del capital accionarial en manos de los empleados, los trabajadores con labores ejecutivas ostentan el 24%, estando el 76% restante en manos de trabajadores de planta.

[92] La *European Federation of Employee Share Ownership* proporciona "datos promedio" para la UE-27 más Suiza y Noruega.

Gráfico 7.10: Proporción de asalariados que son simultáneamente accionistas de su empresa, 2008 (% total de asalariados)

*ver nota del gráfico 7.9
Fuente: European Federation of Employee Share Ownership.

Gráfico 7.11: Capital en manos de los asalariados según categoría profesional, 2008 (% del accionariado asalariado total)

*ver nota del gráfico 7.9
Fuente: European Federation of Employee Share Ownership.

Es más, la extensión del "accionariado asalariado" va más allá de los grandes grupos empresariales franceses (los gráficos 7.9, 7.10 y 7.11 recogen únicamente información de estos grupos). El INSEE estima en algo más de la mitad los *plan d'épargne en entreprise* que en 2006 eran colocados en títulos accionariales (de la propia empresa, de otras empresas, en OPCVM, etc.). El 16,5% de los asalariados del sector privado, es decir, unos

4,2 millones de trabajadores, participaban en estos planes de ahorro en empresa en el año 2004 (Rougerie, 2006). Y casi 700.000 trabajadores franceses disponían en 2005-2006 de planes de ahorro en empresa vinculados a la propiedad accionarial.

La extensión entre los trabajadores franceses de los planes de participación accionarial constituye un mecanismo orientado a flexibilizar la remuneración salarial, a limitar su carácter de "coste fijo" para la empresa y a adaptar dicha remuneración a la situación económica y bursátil de la firma. De este modo, es un instrumento que contribuye a la individualización de la remuneración salarial, facilitando además la transferencia del riesgo económico hacia los trabajadores[93].

Aquellas economías desarrolladas que presentan una mayor liberalización y activismo en sus mercados financieros son precisamente las que conocen una mayor extensión de los plantes de participación accionarial. Por otro lado, las economías de la OCDE que presentan una mayor densidad sindical tienden a inhibir el desarrollo de estos plantes de participación financiera, en la medida en que las organizaciones sindicales los perciben como una amenaza para la negociación centralizada a escala sectorial o nacional (Black *et al.*, 2007).

Gráfico 7.12: Argumentos esgrimidos por las empresas para explicar la participación de los asalariados en el accionariado,
(Bolsa de París, 1999)

Fuente: Enquête Commission des Operations de Bourse-Altédia, 1999.

[93] Véase en este sentido el interesante trabajo de van der Zwan (2007), en donde se presenta un estudio de caso de la compañía norteamericana Weirton Steel Corporation. Esta compañía se convirtió en 1984 en la mayor firma norteamericana en manos de los propios trabajadores. La autora muestra cómo los trabajadores de esta empresa se vieron finalmente abocados –dada su dicotomía entre propietarios y trabajadores– a introducir la lógica de los mercados financieros en su toma de decisiones cotidiana, aceptando recortes salariales para impulsar la rentabilidad. Según van der Zwan, "las ganancias financieras derivadas de su condición de accionistas no compensaron las pérdidas en las que los trabajadores incurrieron como empleados" (2007: 9).

Las razones fundamentales de las empresas para promover la extensión del "accionariado asalariado", según la encuesta Altédia desarrollada sobre una muestra de empresas cotizadas, son las siguientes (ver gráfico 7.12): el "accionariado asalariado" constituye, según las sociedades francesas, un factor de cohesión social en el interior de la organización en la medida en que, mediante este instrumento, los asalariados se implican más en el funcionamiento de la empresa y adquieren una cultura económica y financiera que les permite vincularse a las decisiones de ésta. Este instrumento pretende ser igualmente un complemento de la política salarial: en la medida en que la competitividad impone a las empresas francesas un estricto control de costes, las políticas salariales se han vuelto más rigurosas. Es por ello que, en este contexto, el "accionariado asalariado" y el resto de sistemas de participación financiera permiten compensar (supuestamente) la débil evolución de los salarios base, incrementando los ingresos variables de los trabajadores sin aumentar la masa salarial ni amenazar por tanto la competitividad.

7.4- Financiarización y capacidad de negociación del trabajo

En los capítulos 4, 5 y 6, así como en el presente capítulo, hemos analizado la progresiva financiarización de las estrategias empresariales en lo relacionado con la reinversión del beneficio, con las estrategias de reestructuración empresarial, con la dinámica de control de costes laborales, así como con la implantación de nuevas fórmulas de remuneración vinculadas a la participación financiera. Todas estas estrategias han contribuido, de una forma o de otra, a una menor homogeneidad, cohesión y unidad del trabajo, así como a una mayor presión sobre los ingresos:

- El incremento del beneficio no invertido –es decir, el aumento de la tasa de financiarización– ha colaborado en la reducción de la formación bruta de capital fijo de las sociedades no financieras y, con ello, en el incremento del desempleo.

- La dinámica de refocalización, desinversión y externalización de las empresas ha desarticulado los mercados internos de trabajo de los grandes grupos franceses, colaborando en la fractura de los asalariados en distintas categorías.

- El tipo de crecimiento empresarial que ha predominado se ha basado en las operaciones de fusión y adquisición. Sin embargo, el crecimiento externo, a diferencia del crecimiento interno, se basa en un mero intercambio de títulos de propiedad y no necesariamente genera ni inversión ni empleo.

- Del mismo modo, la implantación de los planes de participación sobre beneficios y sobre acciones ha comportado una creciente diversidad e individualización de los ingresos de los asalariados, y una progresiva dispersión de sus intereses colectivos.

- Finalmente, las crecientes exigencias de rentabilidad de los inversores financieros han reforzado las presiones para que los incrementos de productividad se garanticen mediante el control de los costes laborales.

El desarrollo conjunto de estos procesos ha conllevado una menor capacidad de negociación y una mayor fragilidad de los asalariados frente a las empresas, lo que, a su vez, ha colaborado en la contención salarial experimentada por la economía francesa durante las últimas décadas (ver Figura 7.1).

Figura 7.1: Financiarización económica, estrategias empresariales y capacidad de negociación del trabajo

Fuente: Elaboración propia

El retroceso de la capacidad de negociación y reivindicación de los asalariados franceses –en términos de capacidades reales, no de atribuciones formales– está íntimamente vinculado a la financiarización de las estrategias empresariales de las sociedades no financieras. Con ello no queremos decir, lógicamente, que el único –ni siquiera el principal– factor que explica el deterioro de la capacidad de negociación de los trabajadores radique en la financiarización de las estrategias empresariales. Existen otros factores cuya importancia en este sentido es indiscutible, como pueden ser la competitividad derivada del proceso de globalización económica y de incorporación de un enorme contingente de fuerza de trabajo a la economía mundial; o la desindustrialización del tejido productivo francés, que ha erosionado la base sindical tradicional que nutría las organizaciones de los trabajadores. Sin embargo, no cabe duda de que el proceso de financiarización ha afectado, junto a estos otros factores, la capacidad de negociación de los asalariados franceses.

El vínculo entre expansión de los mercados financieros, desarrollo del gobierno corporativo de la empresa y erosión de la capacidad de negociación sindical ha sido un vínculo sobre el que han insistido recurrentemente algunos organismos internacionales (ILO, 2008; ILO, 2009) y algunos autores (Hall y Soskice, 2001; Hall y Gingerich, 2004; Hancké *et al.*, 2007; Gospel y Pendleton, 2003; Black *et al.* 2005, 2007 y 2008).

Estos autores –particularmente los vinculados al enfoque de *variedades del capitalismo*–

asocian una mayor capacidad de negociación de los asalariados (entendida ésta como acuerdos de negociación alcanzados, presencia sindical en los comités de empresa, tasa de afiliación o grado de centralización de la negociación colectiva) con un menor desarrollo de los mercados financieros y de las prácticas del gobierno corporativo. En particular, aquellas economías de la OCDE que presentan un fuerte desarrollo de los mercados financieros y de la capacidad de éstos para influir sobre la gestión cotidiana de las empresas, tienen igualmente sistemas de negociación colectiva ampliamente descentralizados e, incluso, individualizados a nivel empresarial como fórmula para adaptarse a las presiones financieras y a la flexibilidad requerida por las empresas.

Además para estos autores, dicho vínculo presenta un carácter bidireccional, en el que ambas variables se refuerzan mutuamente: el proceso de financiarización de la economía ha determinado –vía modificación de las estrategias empresariales– un cambio en la capacidad de negociación de los asalariados pero, también las instituciones que el movimiento sindical ha construido en los distintos países condicionan el propio resurgimiento del capital financiero, su desarrollo, así como su capacidad para desplegar sus intereses en el seno de las empresas. Valga como ejemplo el gráfico 7.13 en el que podemos comprobar cómo aquellos países desarrollados que presentan tasas de afiliación sindical más reducidas son los que han experimentado un mayor incremento de la ratio de financiarización (entendida ésta como proporción del beneficio empresarial captado por las finanzas). Por el contrario, los cinco países que tienen una mayor tasa de afiliación sindical son los que presentan por otro lado una ratio de financiarización más reducida.

Gráfico 7.13: Financiarización y densidad sindical en las economías desarrolladas, 1989-2005 (cambio % en la proporción del beneficio empresarial captado por el sector financiero)

*Nota: las economías desarrolladas incluyen Australia, Austria, Bélgica, República Checa, Dinamarca, Finlandia, Francia, Alemania, Grecia, Irlanda, Italia, Japón, Holanda, Portugal, España, Suecia, Reino Unido y Estados Unidos. La tasa de afiliación sindical de 2005 es utilizada como medida de densidad sindical; la financiarización se aproxima mediante la proporción del beneficio empresarial captado por el sector financiero.
Fuente: ILO (2009: 54)

Como vimos en la figura 7.1, tres son los factores que han determinado en Francia la erosión de la capacidad de negociación de los asalariados como consecuencia del proceso de financiarización. En primer lugar, el fuerte desempleo vinculado al incremento del beneficio no invertido. En segundo lugar, las políticas de participación financiera en el accionariado empresarial. Finalmente, contemplamos también el estallido de los marcos laborales tradicionales como consecuencia de las reestructuraciones empresariales. A lo largo de este apartado revisamos estos tres elementos, deteniéndonos especialmente en el tercero de ellos. Estos tres elementos han colaborado –en un contexto de fuertes presiones para reducir los costes laborales– en el proceso de congelación salarial experimentado por los trabajadores franceses durante los últimos años.

El carácter lesivo que el desempleo tiene para la capacidad de reivindicación y negociación de los asalariados ha sido destacado históricamente por la literatura económica, ya desde que Marx acuñase el concepto de "ejército industrial de reserva". Infinidad de autores, de muy diversos enfoques, han destacado el efecto que el desempleo tiene sobre la capacidad negociadora de los salarios: los trabajadores desempleados no sólo constituyen un stock de oferta de trabajo disponible en caso de que las necesidades de acumulación lo precisen sino, además, facilitan el disciplinamiento de la fuerza de trabajo ocupada, garantizando su moderación en la pugna distributiva de la renta nacional[94].

En segundo lugar, la extensión de la participación accionarial entre los asalariados franceses –especialmente en las grandes empresas– ha erosionado también la capacidad de negociación del trabajo. En la medida en que el grueso de la participación accionarial en Francia ha tomado la forma de participación individual de cada empleado en el accionariado de su empresa, a través de los *plan d'épargne en entreprise*, y no de participación colectiva a través de fondos de inversión de los asalariados bajo control sindical, la extensión de estas medidas ha colaborado en la erosión de la homogeneidad y de los intereses comunes de los trabajadores.

La participación en el accionariado salarial a escala empresarial, lejos de empoderar a los trabajadores como sujeto colectivo contribuye a su debilitamiento como clase social. En la medida en que las reglas de la competencia continúan imponiendo su presión, la participación accionarial a nivel empresarial no hace sino trasladar a los asalariados de cada empresa las preocupaciones particulares de la evolución de dicha empresa, dificultando la acción colectiva y concertada con otros asalariados de otras empresas, ramas y sectores. Lejos de traducirse en "mayor poder a pie de firma", la participación accionarial individualizada se traduce en una acción sindical dividida y replegada sobre la situación concreta de cada firma, que dificulta la propia identificación de los intereses colectivos, la homogenización de condiciones laborales, la negociación colectiva y la solidaridad con otros asalariados.

En tercer lugar, analizamos con cierto detenimiento las reestructuraciones empresariales impulsadas por los mercados financieros. Ya sabemos que estas reestructuraciones han

[94] No ignoramos en este punto la teoría ortodoxa de los desequilibrios en el mercado de trabajo a corto plazo (Layard *et al*., 1996) o los modelos de *insiders-outsiders* (Lindbeck y Snower, 1988). Según estos autores, la organización institucional del proceso de negociación colectiva en algunas economías con fuerte presencia sindical puede llevar a que una elevada tasa de desempleo conviva con un significativo crecimiento de los salarios reales. La evidencia empírica mostrada en los gráficos 7.2 y 7.20 permite comprobar cómo esta argumentación no se sostiene para el caso francés: es precisamente a partir de finales de la década de 1970, momento en el que comienza a incrementarse la tasa de desempleo, cuando se produce la erosión de la capacidad de negociación de los asalariados franceses y, con ello, la ralentización del crecimiento del salario real.

determinado una tendencia hacia la fragmentación de las relaciones laborales en Francia, así como una fuerte segmentación del mercado de trabajo. Un elemento clave en este sentido viene dado por la desconcentración de la fuerza de trabajo: los procesos de desinversión, refocalización y externalización de la actividad productiva han determinado, como ya se vio, una reducción del tamaño medio de las firmas francesas (gráficos 7.6 y 7.7) y la sustitución de marcos laborales relativamente unitarios por una multiplicidad de relaciones contractuales.

A través de los datos proporcionados por las empresas francesas en la *Enquête Reponse* elaborada por la *Direction de l'animation de la recherche, des études et des statistiques* (DARES-*Ministère du Travail, de l'Emploi et de la Santé*), se puede comprobar la enorme importancia que sigue teniendo el tamaño empresarial y la concentración laboral en la determinación de la capacidad de negociación de los asalariados franceses.

En el gráfico 7.14 podemos comprobar cómo el 74,4% de las empresas con más de 500 asalariados declararon haber experimentado un conflicto colectivo en 2004-2005; por el contrario, sólo el 23,2% de las empresas de menor tamaño de la muestra (entre 20 y 49 empleados), presentaron un conflicto colectivo en ese periodo. La refocalización, la externalización y la subcontratación son estrategias que dan forma por tanto a un nuevo perímetro empresarial en el que la capacidad de organización colectiva del trabajo es menor y más deficiente. De hecho, Coutrot (1998: 74-77) señala cómo las empresas que más externalizan y subcontratan durante los años noventa son precisamente aquellas con mayor grado de sindicalización y, especialmente, las que han vivido al menos una huelga. Esto muestra la voluntad de las empresas de sustraerse al denominado "riesgo social" por la vía de quebrar la capacidad de negociación del trabajo.

Gráfico 7.14: Empresas que han conocido un conflicto colectivo, 2004-2005

(por tamaño, en % de empresas)

* Nota: únicamente empresas de más de 20 asalariados.
Fuente: DARES, *Enquête Reponse 2004-2005*.

El principal factor que vincula en el tejido productivo francés el tamaño empresarial con la capacidad de negociación de los asalariados –siempre según los datos ofrecidos por la

Enquête Reponse– radica en las principales instituciones levantadas por el movimiento sindical: los delegados de personal, los comités de empresa y los delegados sindicales. Como podemos observar en el cuadro 7.3, la existencia en la empresa de delegados de personal, de comités de empresa o, en mayor medida, de delegados sindicales depende en gran medida del tamaño de la firma: su presencia es muy superior en las grandes empresas. Y, en la medida en que la expresión de los problemas individuales en forma de conflicto laboral pasa por la presencia en las empresas de delegados de personal o de delegados sindicales (cuadro 7.4), podemos concluir que la concentración de fuerza de trabajo es un elemento clave para explicar la capacidad de negociación salarial.

La continua desconcentración de fuerza de trabajo ocasionada por las reestructuraciones empresariales ha erosionado por tanto la capacidad de negociación de los trabajadores. Así, por ejemplo, la Enquête Reponse recoge que en ausencia de representantes de personal en la empresa, únicamente el 25,4% de los trabajadores declara que tuvo lugar durante 2004 una negociación en su firma. Sin embargo, dicho porcentaje aumenta hasta el 68,6% cuando existen delegados de personal en la empresa y hasta el 88,8% cuando existen representantes sindicales (ver el cuadro 7.4).

Cuadro 7.3: Presencia de instituciones de representación de los asalariados en la empresa, 2004-2005 (por tamaño, en % de empresas)

	Presencia de al menos un delegado de personal	Presencia de comité de empresa	Presencia de al menos un delegado sindical
20-49 asalariados	63%	26%	23%
50-99 asalariados	83%	72%	49%
100-199 asalariados	92%	90%	74%
200-499 asalariados	93%	95%	88%
más de 500 asalariados	96%	96%	97%

* Nota: únicamente empresas de más de 20 asalariados.
Fuente: DARES, *Enquête Reponse 2004-2005*.

Cuadro 7.4: La expresión colectiva de los problemas individuales, 2004-2005
(en % de asalariados, según la existencia de instituciones de representación)

	En ausencia de representantes del personal	Únicamente en presencia de representantes electos del personal	En presencia de un delegado sindical (acompañado o no de delegados del personal)
¿Qué forma de expresión colectiva del conflicto existe?			
- Una negociación o una discusión en 2004	25,4%	68,6%	88,8%
- Un paro o una huelga durante 2002, 2003 o 2004	12,0%	15,4%	54,5%

* Nota: únicamente empresas de más de 20 asalariados.
Fuente: DARES, *Enquête Reponse 2004-2005*.

El proceso de desconcentración de la fuerza de trabajo se han traducido en una quiebra de la capacidad de negociación de los asalariados debido también a la interacción de este fenómeno con otros factores. Uno de estos factores, particularmente relevante, ha sido la descentralización de la negociación colectiva en Francia. Así, los cambios institucionales vividos en este terreno ayudan a explicar el propio efecto de las reestructuraciones empresariales sobre la capacidad de negociación del trabajo.

Los primeros cambios legislativos e institucionales en la negociación colectiva francesa se producen años antes de que la oleada de reestructuraciones empresariales tenga lugar. Sin embargo, estos cambios no van a resultar realmente operativos hasta que las empresas no experimentan, años después, fuertes presiones hacia la desconcentración y redefinición de su perímetro. A partir de ese momento dichos cambios contribuirán a la erosión de la capacidad de negociación de los trabajadores.

La negociación colectiva en Francia durante las décadas de 1950, 1960 y 1970 se desarrolló fundamentalmente a escala nacional o interprofesional y, en cuestiones relacionadas con la negociación salarial, a escala sectorial. Otras formas de negociación colectiva eran marginales durante esos años. Sin embargo, en 1982 el gobierno Mauroy, durante el primer mandato de François Mitterrand, promulgó las llamadas Leyes Auroux[95], que introdujeron en la legislación francesa la negociación colectiva a nivel de empresa. Estas leyes nacen, como ya se vio en el capítulo 3, con la intención de fortalecer la influencia sindical allí donde esta era más débil: en la empresa[96].

La posición de la patronal, opuesta inicialmente a estas leyes, cambia una vez comprobado que su desarrollo no sólo no fortalecía la capacidad de negociación sindical a nivel empresarial sino que, al contrario, liberaba parcialmente a las empresas de su atadura a los marcos nacionales y sectoriales. Posteriores desarrollos legislativos –en 1994 y 2004– impulsarán aún más la descentralización de la negociación colectiva, reforzando la autonomía de los distintos agentes sociales en la empresa para negociar al margen de los convenios sectoriales y nacionales.

A pesar de la introducción de las Leyes Auroux, la negociación colectiva a nivel empresarial apenas se desarrolló durante la década de 1980. Los acuerdos salariales cubrían durante esta década todavía sectores enteros de la economía, proporcionando un suelo por debajo del cual no podían caer las condiciones laborales y salariales de los trabajadores. Sin embargo, a partir de los años noventa la descentralización de la negociación colectiva se acelera (Culppeper *et al*., 2006; Parsons, 2005; EIRO, 2005; Hancké, 2002). Aunque la determinación salarial sigue residiendo formalmente en los acuerdos sectoriales, a partir de 1994-1995 la empresa comienza a ganar peso en el desarrollo de la negociación salarial (Culppeper *et al.*, 2006; Yakubovich, 2002). La legitimidad de muchos de los acuerdos firmados en el ámbito sectorial comienza a verse cuestionada a nivel empresarial, debido fundamentalmente a la generalización de diversos tipos de cláusulas de descuelgue (Parsons, 2005).

Como podemos comprobar en el gráfico 7.15, los acuerdos firmados por empresarios y trabajadores a nivel de empresa han experimentado una verdadera explosión desde finales de los años noventa. A comienzos de dicha década la cifra total de acuerdos firmados –tanto por delegados de personal, como por comités de empresa y por delegados sindicales– se

[95] Véase el apartado 3.2 del capítulo 3.

[96] En el programa electoral con el que el *Parti Socialiste* gana las elecciones presidenciales de 1981 (*110 propositions pour la France)* se contempla un apartado sobre *La démocratie économique. Des droits nouveaux pour les travailleurs.* Véase en http://www.lours.org/default.asp?pid=307

situaba en 6496. En el año 2008 esa cifra superaba los 10000 acuerdos. Este incremento se ha producido como consecuencia del aumento de los acuerdos firmados en todos los ámbitos de la negociación colectiva: duración de la jornada laboral, acuerdos sobre los *plan d'épargne en entreprise*, acuerdos sobre condiciones de trabajo, etc. Pero también en el terreno salarial se ha producido este aumento: los acuerdos se han multiplicado, pasando de 3195 en 1990 a 8026 en 2008.

Gráfico 7.15: Total de acuerdos firmados en la negociación colectiva a nivel de empresa, 1990-2008

*Los acuerdos salariales se representan en el eje de la izquierda. Los acuerdos totales se representan en el eje de la derecha.
** La serie "acuerdos totales" incluye todos los acuerdos firmados en el marco de la negociación colectiva a escala empresarial, tanto por representantes sindicales como por delegados de personal. Incluye las distintas categorías de acuerdos (salarios, jornada laboral, condiciones de trabajo, planes de ahorro en empresa, etc.).
Fuente: DARES, *Directions départementales du travail, de l'emploi et de la formation professionnelle*.

Las reestructuraciones empresariales y la segmentación de los marcos laborales tradicionales, la erosión de los mercados internos de trabajo, así como la descentralización de la negociación colectiva que ha acompañado a estos procesos son factores que han determinado la progresiva individualización de la relación salarial y, con ello, la erosión de la capacidad negociadora de los asalariados franceses. El capital ha podido con ello deshacerse de compromisos laborales pasados y situar la masa salarial como variable de ajuste de las principales tensiones acumuladas por las empresas francesas. Así, el lugar que durante el periodo de 1945-1979 ocupó la inflación como variable de ajuste del modelo de acumulación francés, pasa a ser ocupado por la masa salarial a partir de los años ochenta.

Una expresión de la menor capacidad de negociación, reivindicación y movilización de los asalariados franceses viene dada, como podemos ver en el gráfico 7.16, por la notable reducción de las jornadas de huelga en el sector privado durante estas últimas décadas. Recordemos que los sindicatos franceses –por su reducida implantación a nivel de empresa, por su fuerte orientación hacia el conflicto sociopolítico y, especialmente, por la amplia legitimidad social que tienen más allá de su afiliación– han utilizado la huelga como principal

instrumento para defender los derechos laborales e impulsar sus reivindicaciones.

Gráfico 7.16: Número de jornadas individuales no trabajadas debido a huelgas, 1946-2007 (en miles, sector privado)

*Nota: la representación gráfica se interrumpe para el año 1968 dada la oleada de huelgas de dicho año, en el que se perdieron 150 millones de jornadas laborales individuales.
Fuente: DARES

Un elemento clave para entender la recomposición de la negociación entre capital y trabajo pasa por el disciplinamiento creado por los movimientos de capitales. La inédita fluidez que proporcionan actualmente los mercados de capitales –tal y como se vio en el capítulo 2– permite que el capital "vote con los pies" y abandone aquellas empresas insuficientemente rentables, que no cumplen con una política de distribución de dividendos satisfactoria o que no realizan las reestructuraciones necesarias. Del mismo modo, estos mercados impulsan el desarrollo de operaciones de *takeover*, como las OPAs hostiles.

Esta mayor capacidad de presión que la liberalización financiera ha facilitado al capital ha determinado una profunda alteración de la correlación de fuerzas entre capital y trabajo en el seno de las sociedades no financieras y, por extensión, en el conjunto de la sociedad (Martin *et al.*, 2008; Bryan *et al.*, 2009; Amable *et al.*, 2005). Con ello, el capital ha podido descargar sobre los asalariados los ajustes necesarios parar garantizar su rentabilidad.

La financiarización de la economía no debe ser entendida por tanto como la modificación de una serie de estrategias empresariales, el desarrollo de cambios institucionales en el marco de la alta dirección o la acrecentada desproporcionalidad entre el sector financiero y el sector productivo. La financiarización de la actividad económica remite a una dimensión central de la sociedad capitalista: las relaciones de clase y su evolución. Así, la financiarización ha actuado a modo de palanca de recomposición social, propiciando una profunda redefinición de las relaciones de clase al incrementar la capacidad de presión del capital frente al trabajo. Tal y como podemos observar en el gráfico 7.17, en el que se resume el comportamiento de las economías avanzadas en este sentido, aquellos países que presentan ratios de financiarización más elevados son precisamente los mismos en los que la proporción de las rentas salariales sobre el PIB se ha reducido con mayor rapidez.

Gráfico 7.17: Financiarización y salario en las economías desarrolladas, 1989-2005
(cambio % en la proporción de las rentas del salario sobre el PIB)

*Nota: las economías desarrolladas incluyen Australia, Austria, Bélgica, República Checa, Dinamarca, Finlandia, Francia, Alemania, Grecia, Irlanda, Italia, Japón, Holanda, Portugal, España, Suecia, Reino Unido y Estados Unidos. La financiarización se aproxima mediante la proporción del beneficio empresarial captado por el sector financiero en 2005.
Fuente: ILO (2009: 54)

No compartimos por tanto el argumento de aquellos autores que, partiendo del propio concepto de financiarización, argumentan que la hipertrofia del sector financiero constituye una "distorsión" de un capitalismo supuestamente "sano y productivo". La explosión financiera no "distorsiona" las relaciones de clase, sino que las moldea en beneficio del capital, constituyendo un elemento integrante más del proceso de acumulación. En este sentido, podríamos decir que el desarrollo de la financiarización –o, en definitiva, el resurgimiento del capital financiero como la fracción de clase que dirige el proceso de acumulación– no constituye una novedad histórica propiamente dicha, sino que es el instrumento concreto del que se ha dotado el capital para garantizar su valorización durante las últimas tres décadas. Qué duda cabe que las similitudes existentes con el periodo histórico que se extiende entre 1900 y 1929 son más que evidentes.

7.5- El ajuste salarial en las sociedades no financieras

Anteriormente hemos planteado cómo las empresas, a través de la financiarización de sus estrategias y debido al impacto que ello ha tenido sobre la capacidad de negociación de los trabajadores, han podido hacer recaer sobre la masa salarial los ajustes necesarios para superar sus tensiones y restaurar la rentabilidad. Veamos a continuación este proceso de ajuste salarial.

7.5.1- Evolución de los ingresos no salariales de los trabajadores

Hemos analizado en el apartado 7.3 la generalización de los nuevos mecanismos de remuneración variable en las empresas francesas. Hemos comprobado cómo la expansión de los mecanismos de participación financiera abarca a la inmensa mayoría de las grandes empresas del país (ver gráfico 7.9), afectando no sólo a los directivos sino también a un amplísimo porcentaje de la fuerza de trabajo francesa (gráficos 7.10 y 7.11). Además, comprobamos en el apartado 7.3 la importante extensión de los *plans d'épargne en*

entreprise, vinculados a la participación financiera pero también al cobro de primas, participación en beneficios y otras retribuciones no salariales.

Cabe preguntarse, no obstante, ¿cuál es la verdadera dimensión de este tipo de ingresos no salariales entre los asalariados franceses? ¿Han pasado a sustituir, de algún modo, a los ingresos salariales en la formación de la renta de los hogares trabajadores? Cuando profundizamos más en los datos del "accionariado asalariado" así como en la formación del ingreso de los hogares, podemos comprobar que no es así.

Al analizar los datos del "accionariado asalariado" francés podemos observar que, al igual que en el resto de países europeos, la proporción total de la capitalización bursátil en manos de los trabajadores es muy limitada. Ésta, aún siendo superior a la del resto de países de la UE, no superaba el 5% en 2007-2008 (ver gráfico 7.18).

Gráfico 7.18: Proporción total del accionariado en manos de los trabajadores en los grandes grupos empresariales de la UE, 2007-2008 (% total, asalariados ejecutivos y no ejecutivos)

*Nota: los datos de la European Federation of Employee Share Ownership se elaboran a partir de la información recogida para 2475 grupos empresariales de 29 países europeos (la UE-27, Suiza y Noruega), que emplean conjuntamente a 33,4 millones de trabajadores.
Fuente: European Federation of Employee Share Ownership.

Los datos que proporciona la *European Federation of Employee Share Ownership* incluyen 337 grupos empresariales franceses, con una capitalización bursátil total de 1.491.891 millones de euros en 2007-2008. Dicha fundación contabiliza 6.885.548 trabajadores en Francia en estos 337 grupos empresariales, de los cuales el 45,7%, es decir 3.149.906 trabajadores, son simultáneamente accionistas de sus empresas. Eso se traduce en que la capitalización media detentada por cada trabajador en 2007-2008 era de 21.389 euros, o de 16.274 euros si consideramos únicamente a los asalariados no directivos.

Además, aunque un porcentaje muy elevado de trabajadores tiene planes de *participation, intéressement* y otras primas, estas figuras no representan más que una parte reducida de sus ingresos. En 2002 las primas representaban el 13,7% de la remuneración bruta, y la *participation* y el *intéressement* el 3,1% (Firmin, 2008: 79). En 2004, la mitad de

los propietarios de un *plan d'épargne en entreprise* acumulaba menos de 1800 euros en dicho plan, existiendo una fuerte dispersión: el 10% de los propietarios de un *plan d'épargne en entreprise* presentaba menos de 300 euros asociados al plan mientras que otro 10% tenía más de 14.200 euros (Rougerie, 2006).

Como podemos comprobar en el cuadro 7.5, el salario –entendido éste en su componente directa, indirecta (transferencias sociales) y diferida (pensiones)– sigue siendo el elemento central para explicar los ingresos de la inmensa mayoría de los hogares franceses. Únicamente para la última decila de hogares tienen un papel significativo las rentas del patrimonio. Para el resto de decilas la suma del salario monetario y las pensiones constituyen el 85-95% de los ingresos del hogar (salvo para las decilas más pobres, en las que las ayudas sociales juegan un papel fundamental debido a sus reducidos ingresos, su mayor desempleo y su situación de exclusión social).

Cuadro 7.5: Composición del ingreso disponible, 2007
(hogares, por decilas, en %)

	Salario (incluido desemp.)	Actividad. económicas indep.	Rentas patrimonio	Pensiones	Prestación familiar	Pretación alquiler	Ing. mínimo social	Prima empleo	Impuestos direct.	Total
Inferior a D1	36,8	3,7	2,8	20,7	11,2	13,6	12,3	1,2	-2,3	100
D1 a D2	48,3	2,7	3,9	27,9	7,4	6,7	4,9	1,1	-2,9	100
D2 a D3	54,8	2,6	4,0	30,1	5,7	3,6	1,9	1,1	-3,8	100
D3 a D4	60,6	2,1	4,9	29,4	4,1	1,7	1,4	1,0	-5,2	100
D4 a D5	65,5	2,1	5,0	28,1	3,1	0,9	0,9	0,8	-6,4	100
D5 a D6	70,2	2,6	6,0	24,4	2,5	0,5	0,6	0,6	-7,4	100
D6 a D7	73,4	2,8	6,5	22,9	2,0	0,3	0,4	0,4	-8,7	100
D7 a D8	72,2	3,7	8,7	23,4	1,5	0,2	0,2	0,2	-10,1	100
D8 a D9	70,5	6,0	11,1	23,1	1,0	0,1	0,1	0,1	-12,0	100
Superior a D9	58,8	15,4	26,9	18,6	0,5	0	0,1	0	-20,3	100

Fuente: INSEE, *Enquête Revenu fiscaux et sociaux 2007.*

Los datos del cuadro 7.5 se basan en la información recogida por el INSEE a partir de la *Enquête Revenu fiscaux et sociaux*. Dicha encuesta infravalora el valor del patrimonio declarado por los hogares, debido fundamentalmente a que no es obligatorio declarar íntegramente dicho patrimonio (INSEE, 2010). Otros estudios han tratado de solucionar este problema completando la estimación de los ingresos patrimoniales con otros ingresos no contemplados por la *Enquête Revenu fiscaux et sociaux* (Landais, 2007).

Podemos comprobar en el gráfico 7.19 cómo al incorporar los ingresos patrimoniales correspondientes a plusvalías y considerar el conjunto del patrimonio mobiliario detentado por los hogares, se acrecienta aún más la disparidad entre las primeras nueve decilas de hogares y la última decila (la correspondiente a los hogares de altos ingresos). Según Landis (2007), el 94% de los ingresos que reciben los hogares correspondientes a las nueve primeras decilas de población tienen un origen salarial (salario directo o pensiones). Por tanto, las rentas del patrimonio pasan a tener un impacto decisivo en la estructura de ingresos del hogar sólo en aquellos hogares de muy altos ingresos, incluidos en la última decila.

Gráfico 7.19: Composición del ingreso disponible, 2005
(hogares, por fractiles, en %)

Fuente : Landais (2007)

El desmedido énfasis que se ha hecho en ocasiones a la hora de dimensionar las fórmulas de remuneración no salarial impide comprender su verdadero significado. La creciente adquisición por parte de los asalariados franceses de participaciones en fondos de inversión, en *plans d'épargne en entreprise* o en el accionariado de su propia empresa, no supone más que una transformación de las formas tradicionales de ahorro salarial (patrimonio inmobiliario, depósitos bancarios a la vista, cuentas de ahorro, etc.) en nuevas fórmulas aparentemente más favorables dado el funcionamiento de la economía francesa durante las últimas décadas.

Este proceso de financiarización del ahorro, a pesar de haber afectado a muchos hogares, no ha supuesto ningún tipo de sustitución de las rentas salariales ni, por tanto, ningún desplazamiento de la centralidad de dichas rentas en los hogares asalariados. Así, la reorganización del ahorro salarial no introduce ninguna novedad relevante en cuanto a la naturaleza del trabajo asalariado, que sigue dependiendo de la venta de su fuerza de trabajo para poder garantizar su subsistencia.

Podemos afirmar, teniendo en cuenta la información vista en este apartado, que el salario –en sus componentes directa, indirecta y diferida, y frente a las fórmulas de retribución no salarial– sigue siendo la fuente de ingresos casi exclusiva de la mayoría de los hogares franceses y, desde luego, de los hogares asalariados.

7.5.2- El ajuste salarial: la desconexión entre productividad y salarios

La financiarización de la economía francesa no ha dado lugar a lo que algunos autores calificaron durante los años noventa como una "novedad para la sociedad salarial: el advenimiento de la propiedad social del capital" (Aglietta, 1998: 41). Los ingresos derivados del patrimonio no se han generalizado para el conjunto de los asalariados franceses, ni han

sustituido la importancia de las fuentes salariales en la composición de los ingresos. Sin embargo, la financiarización de las estrategias empresariales sí que ha contribuido a comprimir la evolución de la masa salarial, por los motivos ya señalados.

Tal y como podemos comprobar en el gráfico 7.20, el crecimiento anual del salario real en las sociedades no financieras se ha ralentizado significativamente durante las décadas de 1980, 1990 y 2000. Si en el periodo 1949-1979 el salario medio real estaba creciendo a tasas anuales del 4-5%, a partir de 1984-85 pasará a crecer a tasas situadas en torno al 1%.

Tal y como plantean Desplatz *et al.* (2003), el desempleo –determinado en parte por el crecimiento del beneficio no invertido, como ya se ha comentado en capítulos anteriores– juega un rol determinante a partir de 1982-83 a la hora de explicar el bloqueo del crecimiento salarial. Según la aproximación econométrica de estos autores el crecimiento del desempleo explica entre el 1,5% el 2,5% de la ralentización anual del salario, es decir, un porcentaje muy elevado de dicha ralentización.

Así, el fuerte incremento del desempleo experimentado por la economía francesa determinará un primer y durísimo golpe contra la capacidad de negociación de los asalariados ya desde la primera mitad de la década de 1980. Sin embargo, observamos en el gráfico 7.20 cómo el crecimiento salarial no se vuelve a recuperar tampoco en décadas posteriores, señal de una capacidad de negociación sindical paulatinamente erosionada, entre otros factores, por los elementos resumidos en la figura 7.1. De este modo, al efecto derivado del incremento del desempleo a comienzos de los años ochenta se le unen durante las décadas de 1990 y 2000 no sólo el mantenimiento de dicho desempleo en niveles elevados, sino también las políticas de reestructuración empresarial, las nuevas prácticas de remuneración de la fuerza de trabajo y las presiones del gobierno corporativo de la empresa por contener el salario base.

Gráfico 7.20: Crecimiento salarial, SNF, 1949-2009
(salario medio real, tasa de crecimiento anual %)

Fuente: INSEE, *Comptes nationaux, Compte des sociétés non financières*.

La contención salarial que ha tenido lugar en el marco de las sociedades no financieras desde 1982-83 ha determinado la desconexión entre el crecimiento salarial y la evolución de la productividad. La erosión de la capacidad de negociación del trabajo a lo largo del periodo 1982-2009 ha determinado además que dicha desconexión –que se produce

fundamentalmente en la década de 1980– no se haya revertido. En el gráfico 7.21 vemos cómo el ritmo de crecimiento del salario medio real en las sociedades no financieras se mantuvo anclado al crecimiento de la productividad real durante el periodo de 1949-1980. Sin embargo, a partir de 1982-83 dicho vínculo se rompe, generándose una brecha entre ambas variables que no volverá a ser restituida en décadas posteriores.

También en la evolución del empleo observamos este bloqueo. En el gráfico 7.21 podemos observar cómo se ralentiza el crecimiento del empleo en las sociedades no financieras a partir de 1982. A pesar de que el crecimiento del empleo ya se situaba en un exiguo 1%-1,5% durante el periodo de 1949-1979, a partir de 1982 pasa a situarse en tasas próximas al 0,4%-0,6%, salvo para la década de 2000 cuando repunta de nuevo debido al comportamiento del bienio 2000-2001[97].

En el gráfico 7.22 observamos –en términos absolutos, en euros constantes del año 2000– cómo en 1980 la productividad real por empleado en las sociedades no financieras era de 40395 euros y el salario medio de 22118. En 2009 dichas variables habían pasado a 57842 y 29054 euros respectivamente. Es decir, que los costes laborales unitarios reales (que vienen dados por la ratio salario medio/productividad por empleado) se redujeron notablemente durante este periodo, pasando de 54,7% en 1980 a 50,2% en 2009, habiendo llegado a situarse en 46,6% en 1998, su registro más reducido. Debe tenerse en cuenta que los costes laborales unitarios reales únicamente se reducen en una economía cuando la productividad por empleado crece más deprisa que el salario medio. Esta es precisamente la dinámica que ha caracterizado la evolución de las sociedades no financieras francesas durante las últimas tres décadas.

Gráfico 7.21: Evolución de salario, empleo y productividad laboral, SNF, 1949-2009 (salario medio real y productividad real, base 100=1949)

* La productividad se calcula aquí como el cociente entre el VAB de las SNF y el empleo interior total, en equivalente a tiempo completo, de las SNF.
Fuente: INSEE, *Comptes nationaux, Compte des sociétés non financières*.

[97] Pueden consultarse estos datos más adelante, en el Cuadro 7.6

Gráfico 7.22: Evolución de salario, productividad laboral y costes laborales unitarios, SNF, 1949-2009
(salario medio real y productividad real en euros constantes, base 100=2000; CLU reales en %)

* La productividad se calcula aquí igual que en el gráfico 7.21.
** En el eje izquierdo se recoge, en valores absolutos, la evolución de la productividad y el salario. En el eje derecho, en porcentaje, se recoge la evolución de los CLUR.
Fuente: INSEE, *Comptes nationaux, Compte des sociétés non financières*.

Gráfico 7.23: Evolución del valor añadido bruto y de la masa salarial, sociedades no financieras, 1949-2009
(VAB real y masa salarial real, base 100=1949)

* La masa salarial se calcula aquí como el producto del empleo total de las SNF por el salario medio real.
Fuente: INSEE, *Comptes nationaux, Compte des sociétés non financières*.

La ralentización del crecimiento salarial, su desconexión con el crecimiento de la productividad y la contención de la creación de empleo han determinado que la masa salarial de las sociedades no financieras se desconecte a su vez del valor añadido bruto generado por dichas sociedades, tal y como podemos observar en el gráfico 7.23.

Definimos la masa salarial como el producto del empleo total creado por las sociedades no financieras por el salario medio. Podemos observar cómo el crecimiento de la masa salarial está anclado al crecimiento del valor añadido bruto durante las décadas de 1950, 1960 y 1970. Sin embargo, una vez que se ponen en marcha en la economía francesa las políticas de ajuste, el crecimiento de la masa salarial se desconecta del crecimiento de la riqueza generada por las sociedades no financieras. La masa salarial y, en particular, el salario, han actuado como variables de ajuste en el modelo de crecimiento francés de las décadas de 1980, 1990 y 2000.

En el cuadro 7.6 se pueden observar con más detalle los valores correspondientes a las tasas de crecimiento anual acumulado, por periodos, de las variables recogidas en los gráficos 7.20, 7.21, 7.22 y 7.23.

Cuadro 7.6: Crecimiento de salario, empleo, productividad, VAB y masa salarial, 1950-2008, (tasa de crecimiento anual acumulado del periodo, en %)

	1950-1959	1960-1969	1970-1979	1980-1989	1990-1999	2000-2008
Productividad	5,0	4,9	3,5	2,3	1,2	0,5
Salario medio	4,6	4,8	3,6	0,9	1,3	0,8
Empleo total	1,0	1,7	1,3	0,4	0,7	1,6
Masa salarial	5,6	6,6	5,0	1,3	2,0	2,5
VAB	6,0	6,7	4,8	2,7	1,9	2,1

Fuente: INSEE, *Comptes nationaux, Compte des sociétés non financières*.

7.5.3- Financiarización y ajuste salarial

Profundizamos a continuación en los vínculos existentes entre la contención salarial y el proceso de financiarización. Antes de ello, no obstante, llamamos la atención sobre una cuestión de interés relacionada con dichos vínculos.

Durante los últimos años, y con la intención de explicar la crisis económica, diversos autores (Hein, 2011; Onaran, 2010; Stockhammer, 2009) han analizado la relación existente entre la contención salarial y el proceso de financiarización, destacando una dirección en la causalidad de dicha relación aparentemente opuesta a la que nosotros señalamos aquí. Según estos autores, el proceso de regresión salarial vivido por las economías de la OCDE durante las últimas décadas no sería tanto una consecuencia del proceso de financiarización, sino una de sus causas: los recursos detraídos de la remuneración salarial habrían ido a parar a la esfera financiera, posibilitando su hipertrofia.

Nosotros, sin negar esta dirección de la causalidad (que analizamos precisamente en el apartado siguiente), destacamos la dirección opuesta, en lo que entendemos que es un proceso de causalidad múltiple y bidireccional: el proceso de financiarización se ha visto impulsado y favorecido por la contención salarial y, simultáneamente, ha colaborado reforzando dicha contención y manteniéndola en el tiempo.

Una vez hecha esta aclaración observamos, en primer lugar, la relación entre el beneficio no invertido y la ralentización salarial. En segundo lugar examinamos los vínculos entre la

externalización productiva –una de las estrategias impuestas por los inversores financieros para garantizar la refocalización de las empresas– y el crecimiento de los salarios.

7.5.3-1 Beneficio no invertido y crecimiento salarial

El vínculo entre el beneficio no invertido (es decir, la tasa de financiarización) y el crecimiento salarial viene dado como sabemos por la evolución de la inversión y el empleo. Así, en periodos en los que la formación bruta de capital fijo se incrementa a un ritmo intenso, el empleo crece con rapidez y se modera la tasa de desempleo, lo que determina una mayor capacidad de negociación de los asalariados y un mayor crecimiento salarial. A la inversa, el aumento del beneficio no invertido a partir de la década de 1980 determinará un estancamiento de la acumulación de capital y de la creación de empleo en las sociedades no financieras, colaborando con ello en el mantenimiento de un elevado desempleo y una intensa presión sobre el crecimiento salarial.

En el cuadro 7.7 se puede constatar esta relación para el conjunto del periodo 1949-2009. Este cuadro se ha elaborado a partir de la información estadística contenida en las cuentas nacionales de las sociedades no financieras proporcionada por el INSEE. También se utilizan puntualmente otras fuentes de datos para elaborar o completar la información de algunas variables, como Euronext Paris (para la capitalización bursátil), *European Federation of Employee Share Ownership* (para el accionariado asalariado) y las *Séries longues macroéconomiques* elaboradas por el CEPII (para completar los datos de la tasa de beneficio más allá de 1978, fecha en la que el INSEE deja de proporcionar datos de stock de capital). Las variables utilizadas en el cuadro 7.7 se corresponden con los siguientes indicadores:

- *salario*: tasa de crecimiento anual del salario real por empleado de las SNF.
- *fbkf*: tasa de crecimiento anual de la formación bruta de capital fijo real de las SNF.
- *product*: tasa de crecimiento anual de la productividad real por empleado de las SNF.
- *empleo*: tasa de crecimiento anual del empleo asalariado de las SNF.
- *t_financ*: tasa de financiarización, definida como el beneficio no invertido de las SNF, es decir, (EBE/VAB)-(FBKF/VAB).
- *t_desmp*: tasa de desempleo de la economía francesa.
- *t_benef*: tasa de beneficio de las SNF, definida como los beneficios netos sobre el stock de capital neto: ENE/Kneto
- *capit*: capitalización bursátil, definida como el valor de la capitalización de la bolsa de París sobre el PIB.
- *punc*: pagos de las SNF a los mercados financieros. Es la suma de los intereses netos pagados y los dividendos netos distribuidos, en proporción al beneficio: (intereses netos + dividendos netos)/EBE.
- *ing_fin*: ingresos financieros de las SNF. Es la suma de los intereses y los dividendos recibidos en proporción al beneficio: ingresos financieros/EBE.
- *acc_sal*: accionariado asalariado; proporción de sociedades francesas que han implantado planes de participación financiera en el accionariado de la empresa.

Cuadro 7.7: Matriz de correlaciones, principales indicadores de las SNF, 1949-2009

	salario	fbkf	product	empleo	t_financ	t_desem	t_benef	capit	punc	ing_fin	acc_sal
salario	1.0000										
fbkf	0.2987	1.0000									
	(0.0204)										
product	0.7343	0.4309	1.0000								
	(0.0000)	(0.0006)									
empleo	0.2186	0.7546	0.1756	1.0000							
	(0.0933)	(0.0000)	(0.1795)								
t_financ	-0.5664	-0.1554	-0.4768	0.0144	1.0000						
	(0.0000)	(0.2358)	(0.0001)	(0.9127)							
t_desem	-0.7645	-0.3768	-0.7066	-0.2080	0.8374	1.0000					
	(0.0000)	(0.0030)	(0.0000)	(0.1107)	(0.0000)						
t_benef	-0.1916	0.2204	-0.1239	0.3646	0.6736	0.3732	1.0000				
	(0.1424)	(0.0906)	(0.3457)	(0.0042)	(0.0000)	(0.0031)					
capit	-0.4005	0.1224	-0.5178	0.3465	0.6096	0.5118	0.5796	1.0000			
	(0.0017)	(0.3559)	(0.0000)	(0.0072)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)				
punc	-0.4454	-0.5926	-0.4962	-0.5661	0.1493	0.5494	-0.4523	-0.1810	1.0000		
	(0.0004)	(0.0000)	(0.0001)	(0.0000)	(0.2508)	(0.0000)	(0.0003)	(0.1701)			
ing_fin	-0.6220	-0.2736	-0.7190	-0.0946	0.7042	0.7479	0.3572	0.8281	0.2985	1.0000	
	(0.0000)	(0.0344)	(0.0000)	(0.4721)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0047)	(0.0000)	(0.0194)		
acc_sal	-0.5789	-0.1271	-0.6556	0.0874	0.7572	0.7279	0.4929	0.8812	0.1403	0.9839	1.0000
	(0.0000)	(0.3375)	(0.0000)	(0.5106)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0001)	(0.0000)	(0.2851)	(0.0000)	

* La significatividad de los coeficientes de correlación se muestra entre paréntesis
** Para más detalle véase los datos recogidos en la tabla 7.3 del anexo estadístico

Fuente: elaboración propia a partir de datos del INSEE, *Comptes nationaux, Compte des sociétés non financières*; Euronext Paris; European Federation of Employee Share Ownership; CEPII, *Séries longues macroéconomiques.*

Como podemos observar en el cuadro 7.7, el crecimiento salarial entre 1949 y 2009 está correlacionado positiva y significativamente con la evolución de la formación bruta de capital fijo (0,29), de la productividad laboral (0,73) y del empleo (0,21), siendo en este último caso la correlación significativa al nivel del 10%. Por el contrario, y como cabría esperar, la correlación del crecimiento salarial con la evolución de la tasa de financiarización y con la tasa de desempleo es marcadamente negativa y significativa (-0,56 y -0,76 respectivamente). Vemos además la fuerte correlación que tienen entre sí la tasa de financiarización y la tasa de desempleo (0,83), que evidencia el intenso vínculo entre ambas variables, dos de los principales factores explicativos de la ralentización salarial.

Otras variables que hemos vinculado con la financiarización de las estrategias empresariales, como el incremento de los pagos a los mercados financieros, el incremento de los ingresos financieros de las empresas o el aumento de la participación financiera de los asalariados en el capital accionarial también presentan una fuerte correlación negativa, significativa, con el crecimiento salarial (de -0,44, -0,62 y -0,57 respectivamente).

Por último, podemos observar una correlación negativa (-0,19) entre la evolución de la tasa de beneficio y el crecimiento salarial, si bien en este caso dicha correlación no llega a ser estadísticamente significativa al umbral del 10% (aunque se aproxima mucho).

En el capítulo 8 se abordará un análisis econométrico más detallado y riguroso de las relaciones entre la evolución salarial y algunas variables que aproximan el fenómeno de la financiarización a nivel empresarial. No obstante, este análisis, a pesar de su superficialidad, permite identificar la relación inversa existente entre la tasa de financiarización, por un lado, y el crecimiento de la formación bruta de capital, el empleo y el salario, por otro.

Profundizamos este análisis entre el beneficio no invertido y el crecimiento salarial desagregando dicha relación para el conjunto de las ramas económicas identificadas por el INSEE en sus cuentas anuales. Para ello, y de modo análogo a como ya hicimos en el apartado 7.1.2 para el empleo, pondremos la tasa de financiarización en relación con el crecimiento del salario para cada una de las ramas de la economía.

A partir de la desagregación de la cuenta de resultados de las distintas ramas de la economía francesa es posible calcular la tasa de financiarización y el crecimiento del salario para el periodo 2000-2009 (único periodo para el que existe disponibilidad estadística). De nuevo, excluimos de nuestro análisis las ramas pertenecientes al sector financiero así como al sector inmobiliario; se mantienen básicamente las ramas industriales y las de servicios no financieros. Excluimos igualmente de nuestro análisis los datos del año 2009, debido a sus registros extremos fruto de la crisis económica. Consideramos la tasa de financiarización media del periodo 2000-2008 y utilizamos la tasa de crecimiento anual acumulado del salario nominal. Los resultados de estos cálculos pueden consultarse en la tabla 7.1 del anexo estadístico.

En el gráfico 7.24 podemos observar cómo, en general, aquellas ramas de la economía francesa que presentan mayores tasas de financiarización para el periodo 2000-2008 son también, en coherencia con la matriz de correlaciones expuesta en el cuadro 7.7, las que han experimentado un menor crecimiento de los salarios. Constatamos así, de nuevo, el comportamiento inverso que anteriormente se sugería entre el beneficio no invertido y el crecimiento del salario, esta vez desagregado por ramas.

Gráfico 7.24: Tasa de financiarización y crecimiento salarial de las SNF, principales ramas de la economía, 2000-2008
(tasa de crecimiento anual acumulado y tasa media)

* En el eje de abscisas recogemos la tasa de financiarización media del periodo y en el eje de ordenadas presentamos el crecimiento anual acumulado de la remuneración salarial. Para un mayor detalle consúltese la tabla 7.1 del anexo estadístico.
Fuente: INSEE, *Comptes nationaux, Tableaux détaillés*

7.5.3-2 Externalización productiva y crecimiento salarial

Pasamos a examinar la importancia que ha tenido la desarticulación de los mercados internos de trabajo en la ralentización salarial. Para ello ilustramos los vínculos que existen entre la externalización productiva –consecuencia, en general, de las estrategias de refocalización empresarial– y el crecimiento de los salarios.

El recurso creciente de las empresas francesas a la externalización y a la subcontratación constituye un medio para sustituir los contratos laborales enmarcados en el *Code du Travail* por contratos mercantiles con las empresas subcontratistas. De este modo, la empresa que decide subcontratar una determinada actividad obtiene una mejora en flexibilidad y adaptabilidad a las condiciones del entorno, al sustituir fuerza de trabajo interna por fuerza de trabajo externa, de la que se puede prescindir más fácilmente.

Como ya se vio en el capítulo 5, a partir de la *Enquête Annuelle d'Entreprises* es posible evaluar el impacto que ha tenido la subcontratación en el tejido productivo francés (únicamente en las ramas industriales). Utilizando esa base de datos elaboramos el gráfico 7.25, en el que relacionamos dicho fenómeno con el crecimiento salarial. Calculamos el crecimiento de los salarios y de la subcontratación industrial durante el periodo 1996-2007 para las distintas ramas. La remuneración de asalariados de cada rama está dividida por el valor añadido bruto de la rama correspondiente y, análogamente, la subcontratación industrial se divide por la cifra total de ventas; de ese modo evitamos el sesgo asociado al propio tamaño de cada rama industrial.

Gráfico 7.25: Crecimiento salarial y crecimiento de la subcontratación industrial, 1996-2007 (tasa de crecimiento total del periodo %)

* El crecimiento salarial viene dado por el crecimiento total de la ratio RA/VAB. El crecimiento de la subcontratación viene dado por el crecimiento total de la ratio subcontratación industrial/ventas totales.
** La subcontratación industrial se define como aquella parte de la subcontratación total vinculada con operaciones de concepción, elaboración, fabricación, puesta en funcionamiento o mantenimiento, dado un ciclo de producción determinado.
*** Para más información, ver la tabla 7.4 del anexo estadístico.
Fuente: SESSI, *Enquêtes Annuelles d'Entreprises*.

La pendiente negativa de la línea de tendencia incluida en el gráfico 7.25 permite comprobar –ciertamente de forma aproximativa– cómo aquellas ramas industriales que han experimentado un crecimiento más rápido de la subcontratación industrial presentan igualmente un menor crecimiento de la remuneración de asalariados. Este resultado parecería confirmar la argumentación anteriormente expuesta: en aquellas ramas industriales en las que la subcontratación ha crecido más rápido entre 1996 y 2007, los mercados internos de trabajo se han desarticulado con mayor velocidad y la capacidad de negociación salarial se ha visto más erosionada, influyendo todo ello en una mayor ralentización del crecimiento salarial.

7.6- Transformación en el reparto de la renta nacional: salarios, beneficios y rentismo financiero

7.6.1- El retroceso de la remuneración de los asalariados

La financiarización de las estrategias de las sociedades no financieras francesas ha tenido un importante impacto en distintas dimensiones económicas: como sabemos, ha contribuido a ralentizar la acumulación de capital, ha sostenido elevados niveles de desempleo, ha impulsado el proceso de reestructuaciones empresariales, ha modificado el

poder de negociación de capital y trabajo en las empresas y, como corolario de todo ello, ha colaborado en el bloqueo salarial.

Estos elementos han influido a su vez en la transformación del reparto de la renta en las empresas no financieras. Así, como podemos ver en el gráfico 7.26, el peso de la remuneración de los asalariados sobre el conjunto del valor añadido generado por estas empresas experimenta una importante caída desde mediados de los años ochenta, que no se vuelve a recuperar posteriormente. En 1982 el valor de dicha ratio se situaba en el 74,2%, mientras que en 2009 era de 66,4%[98].

Gráfico 7.26: Remuneración de asalariados, SNF y total economía, 1949-2009 (% del VAB y del PIB)

* La remuneración de asalariados de las SNF incluye los salarios brutos y las cargas sociales pagadas por las empresas. La serie correspondiente al conjunto de la economía se define como la remuneración de los asalariados en proporción al PIB, a precios de mercado. Para el conjunto de la economía se toman los datos de AMECO, dado que los datos facilitados por el INSEE adicionan el ingreso mixto al excedente bruto de explotación. La distribución funcional ajustada –que es la que proporciona AMECO– asume que una parte de la renta de los autónomos es renta del capital y otra parte corresponde a renta del trabajo.
Fuente: INSEE y AMECO

En el gráfico 7.26 comparamos además la evolución de la remuneración de asalariados en las sociedades no financieras con la evolución de dicho indicador para el conjunto de la economía francesa. Podemos ver cómo el movimiento es muy similar, si bien la remuneración de asalariados para el conjunto de la economía ha disminuido durante las décadas de 1990 y 2000 con más intensidad[99].

[98] Como se dijo anteriormente, esta redistribución de renta en contra de los asalariados ha determinado a su vez –en un continuo proceso de retroalimentación– el desarrollo de los mercados de capitales y la liquidez de éstos (Hein, 2011; Onaran, 2010; Stockhammer, 2009).
[99] Debe tenerse en cuenta además que esta reducción del peso de las rentas salariales sobre el conjunto de la producción nacional se ha producido en un contexto de intenso crecimiento de la tasa de asalarización.

Esta similitud en el movimiento de ambas variables se debe a dos razones: en primer lugar, la desconexión entre productividad y salarios, así como la ralentización de éstos, ha caracterizado al conjunto de la dinámica económica; en segundo lugar, las empresas no financieras son el sector institucional con mayor peso en la producción nacional (en 2009 representaban el 55,5% del PIB), por lo que los procesos que acontecen en su interior son una buena aproximación del conjunto de la dinámica económica.

Esta disminución de la remuneración de los asalariados sobre el valor añadido de las sociedades no financieras y, por extensión, sobre el PIB francés, constituye un tornado redistributivo de tal magnitud que ha impulsado un intenso debate académico, político y social en Francia (Timbeau, 2002; INSEE, 2006; Husson, 2010b). El propio gobierno ha participado e impulsado dicho debate con el encargo de diversos informes al *Conseil d'Analyse Économique* (Artus y Cohen, 1998) o al INSEE, que elaboró el conocido *Informe Cotis* (INSEE, 2009). También los principales organismos multilaterales –desde una perspectiva internacional– se han visto obligados a dar cuenta de este tornado redistributivo (IMF, 2007; OECD, 2007b; European Commission, 2007).

De nuevo, la *Enquête Annuelle d'Entreprises* nos permite desagregar algo más nuestro análisis en este punto. A partir de esta base de datos elaboramos el gráfico 7.27, en el que se refleja el crecimiento experimentado durante el periodo 1996-2007 por los salarios y los beneficios empresariales, ambos en proporción al valor añadido de la industria correspondiente.

Gráfico 7.27: Crecimiento de salarios y beneficios por ramas industriales, 1996-2007 (tasa de crecimiento total del periodo %)

* El crecimiento salarial viene dado por el crecimiento total de la ratio RA/VAB en cada industria, y el crecimiento de los beneficios por el crecimiento total de la ratio EBE/VAB.
** Para más información, ver la tabla 7.5 del anexo estadístico.
Fuente: SESSI, *Enquêtes Annuelles d'Entreprises*.

En el gráfico 7.27 observamos la relación inversa que existe entre el crecimiento de la remuneración salarial y el crecimiento de los beneficios –en ambos casos en proporción al valor añadido–, y que evidencia el resultado de la pugna distributiva en las distintas ramas

industriales.

Observamos también que una mayor cantidad de puntos se sitúan en el cuadrante superior izquierdo del gráfico (el que contempla crecimientos del excedente bruto de explotación a costa de una reducción de la remuneración de los asalariados). En concreto, el 55,5% de los puntos de la muestra se sitúan en dicho cuadrante. En el cuadrante inferior derecho –que denota crecimiento de la proporción del valor añadido que va a parar a la remuneración de los asalariados a costa de los beneficios empresariales– se encuentran el 38,8% de las industrias de la muestra. Los puntos restantes se sitúan en el cuadrante superior derecho, que contempla crecimiento simultáneo de beneficios y salarios (dos observaciones), o en el cuadrante inferior izquierdo (una observación), que denota reducción de ambas variables.

7.6.2- Distribución de la renta y finanzas

¿Cuál ha sido la contrapartida de la reducción del peso de los salarios sobre el valor añadido generado por las sociedades no financieras? ¿Qué tipo de modelo de distribución se ha conformado en Francia? ¿Este modelo, cómo se relaciona con la ya comentada tendencia a la ralentización de la acumulación? ¿Y qué papel juegan en dicho modelo las finanzas? Tratamos de dar respuesta a continuación a estas preguntas. Para ello presentamos de forma muy sintética un modelo macroeconómico que nos permita integrar el comportamiento visto para las sociedades no financieras en el conjunto de la dinámica distributiva francesa.

En general, los modelos macroeconómicos –tanto ortodoxos como heterodoxos– sitúan acertadamente en la tasa o en las expectativas de beneficio el determinante fundamental de la inversión empresarial, como ya se comentó en el capítulo 4. Sin embargo, el conflicto en torno a la apropiación de la renta generada –elemento central en cualquier modelo que aspire a explicar la realidad– es una dimensión recurrentemente olvidada por la macroeconomía ortodoxa (a pesar de que el patrón de distribución presente en una economía influye en variables tan relevantes como el consumo o la inversión y, con ello, en la propia acumulación de capital).

La macroeconomía kaleckiana y la economía marxista son los enfoques que más enfatizan y mejor recogen estas dimensiones en su análisis. Hacemos uso por tanto de ellos para integrar el comportamiento de las sociedades no financieras y la dinámica distributiva. Algunos autores –tanto de procedencia postkeynasiana como marxista– han sugerido incluso posibles vías de síntesis de los modelos macroeconómicos que subyacen a ambas escuelas (Shaikh, 1989 y 1992; Duménil y Lévy, 1999; Palley, 1999). Representamos esta síntesis macroeconómica kaleckiana y marxista, de forma muy sintética, en la figura 7.2.

La mitad superior del diagrama mostrado en la figura 7.2 estiliza los elementos contenidos en la economía marxista –determinantes de la dinámica de acumulación a medio y largo plazo–, mientras que la mitad inferior de la figura se identifica con la macroeconomía kaleckiana –cuyos elementos influyen decisivamente en el corto plazo–. Ambas orientaciones analíticas encontrarían un posible vínculo en el papel decisivo jugado en ambos casos por la tasa de beneficio.

Así, en el corto plazo, la demanda agregada determina el nivel de producción en el mercado de bienes, lo que a su vez explica el nivel de empleo en el mercado de trabajo. Este nivel de empleo influye decisivamente sobre el poder negociador de empresas y trabajadores, configurando la pugna distributiva por las ganancias de la productividad y, con ello, los salarios reales y el margen de beneficios. Los salarios reales y el nivel de empleo alimentan el consumo privado de la economía y éste a su vez alimenta la demanda

agregada. El margen de beneficio influye en el numerador de la tasa de beneficio, determinando la rentabilidad y, por tanto, la inversión. Ésta a su vez retroalimenta de nuevo la demanda agregada.

Figura 7.2: Síntesis de la macroeconómia kaleckiana y marxista

Fuente: Palley (1999:120)

A corto plazo, como vemos, el nivel de producción depende del nivel de demanda agregada. Además, la demanda está influida por la distribución funcional de la renta, en la medida en que las diferentes propensiones a consumir y a ahorrar de las rentas salariales y de los beneficios determinan la configuración concreta de dicha demanda. La distribución de la renta está como vemos insertada en el corazón del proceso macroeconómico.

Esta construcción kaleckiana –determinante de la dinámica macroeconómica a corto plazo– está vinculada a la economía marxista –determinante de la dinámica a largo plazo– a través del gasto que llevan a cabo las empresas en inversión. Desde el punto de vista de la economía marxista, estos gastos están explicados por la tasa de beneficio pero, a su vez, socavan la propia rentabilidad empresarial: la dinámica de sobreacumulación lleva a una pérdida de la eficiencia marginal del capital, a una progresiva reducción de la ratio producción/stock de capital y, de ese modo, a una caída de la rentabilidad empresarial. Adicionalmente, la inversión puede afectar al estado de la tecnología, alterando con ello la propia capacidad de negociación entre empresas y trabajadores, la formación de los salarios reales y la rentabilidad.

En esta síntesis entre la economía kaleckiana (desarrollada fundamentalmente, además de por el propio Kalecki, por Robinson, Kaldor y Goodwin) y la marxista, los patrones de distribución de la renta y el conflicto social por la apropiación del excedente se sitúan en el centro de la dinámica macroeconómica, influyendo sobre el consumo privado y la demanda agregada, por un lado, y sobre la formación de la tasa de beneficio y la dinámica de acumulación, por otro.

A partir de esta síntesis, ¿cómo cabría entender las transformaciones en la distribución

de la renta vistas en el apartado anterior? En teoría, una reducción del poder de negociación de los asalariados se habría traducido en un retroceso de la remuneración salarial y en un aumento de la rentabilidad. Hasta ahí parece que la información estadística presentada en nuestra investigación acompaña la argumentación teórica. Sin embargo, ¿cómo explicar que esta alteración en los patrones de distribución de la renta no se haya traducido en una significativa recuperación de la inversión empresarial? Volvemos a comprobar, como ya vimos en el capítulo 4, que no es posible comprender la dinámica macroeconómica francesa ni el propio modelo de distribución de la renta sin atender al papel jugado por el sector financiero.

El impacto de los mercados financieros sobre la dinámica macroeconómica aparece infravalorado en la síntesis kaleckiano-marxista expuesta en la figura 7.2. Esa es la razón por la cual dicha síntesis, a pesar de su enorme potencia explicativa, no nos permite terminar de comprender algunas de las incógnitas de la dinámica macroeconómica francesa.

Debemos introducir el papel de las finanzas en dicha síntesis –situándolo en el centro del modelo, como se presenta en la figura 7.3– para poder comprender el incremento del beneficio no invertido y, en general, la transformación del modelo de distribución de la renta en Francia. Pero esta inclusión debe ir más allá del papel reservado por la macroeconomía kaleckiana o por la formulación marxista clásica a la dimensión financiera.

Figura 7.3: Incorporación de las finanzas a la síntesis kaleckiano-marxista

Fuente: Elaboración propia a partir de Palley (1999)

La macroeconomía kaleckiana enfatiza el papel que tienen los tipos de interés –determinados en la esfera monetario-financiera– sobre la demanda agregada (Duménil y Lévy, 1999; Palley, 1999). La economía marxista no hace hincapié en esta dimensión de corto plazo, prestando mayor atención a la determinación de dichos tipos en el largo plazo como consecuencia de la evolución de la tasa de beneficio en el marco del proceso de acumulación.

En la figura 7.3 consideramos ambas interacciones: a corto plazo, el tipo de interés influye –vía consumo e inversión– sobre la demanda agregada y el mercado de bienes; a largo plazo, el tipo de interés presenta una dimensión endógena, quedando determinado por la evolución de la tasa de beneficio de la economía real[100].

Sin embargo, nosotros introducimos el sector financiero en nuestro esquema interpretativo –tal y como se puede ver en la figura 7.3– desempeñando un rol añadido: las finanzas, a través del mecanismo de la liberalización y la liquidez, son capaces de redefinir el poder de negociación de las distintas clases sociales en el marco de la empresa, determinando con ello el conflicto distributivo, la propia formación de los salarios reales y el numerador de la tasa de beneficios. Simultáneamente, la dimensión financiera permite explicar solventemente la desconexión entre la recuperación de la rentabilidad y la tasa de acumulación.

Por tanto, una economía cuyo proceso de acumulación está dirigido por los intereses del capital financiero no sólo presenta funciones de inversión y consumo determinadas parcialmente por variables financieras (normas de rentabilidad exigidas, dividendos distribuidos, rentabilidad de los activos financieros, etc.); además, en dicha economía la pugna distributiva se ve directamente afectada por el papel de las finanzas.

En particular, la irrupción de las finanzas en el seno de la empresa como consecuencia del proceso de liberalización y expansión de los mercados de capitales ha resituado una doble pugna en torno al excedente: el fortalecimiento del poder de los accionistas, un mayor alineamiento de las direcciones empresariales con éstos y el debilitamiento del poder de los trabajadores se ha traducido, en primer lugar, en un mayor reparto vía dividendos de los beneficios generados –frente a su posible reinversión–; pero además, en segundo lugar, este mayor reparto de beneficios se ha apoyado sobre el retroceso relativo de la masa salarial cómo vía para restablecer y sostener la rentabilidad.

Las finanzas han impactado por tanto sobre la distribución del poder económico actuando a modo de “instrumento de disciplinamiento laboral” (Palley, 1999:127). La consideración del impacto directo de las finanzas sobre el conflicto distributivo en el marco de las sociedades no financieras permite entender –como ya se vio en el capítulo 4– que la restauración de la rentabilidad empresarial se haya hecho a costa del salario como variable de ajuste y, además, que no se haya traducido en mayor inversión empresarial. Permite entender igualmente el destino que han tenido los capitales valorizados en el seno de las sociedades no financieras, que no han sido reinvertidos: dichos capitales han alimentado un formidable crecimiento del rentismo financiero.

7.6.3- La restauración del rentismo financiero

La erosión de la capacidad de negociación de los trabajadores ha permitido que se restaure, incluso a un nivel superior al de antes de la crisis de los años setenta, el margen bruto de explotación de las sociedades no financieras, tal y como vemos en el gráfico 7.28 y

[100] También los economistas postkeynesianos analizan estos vínculos endógenos. Para una revisión de los análisis marxistas y postkeynesianos sobre el carácter endógeno del dinero, véase (Martínez y Medialdea, 2001).

como se vio también en el 4.10. Sabemos además que dichas sociedades no han invertido más por el hecho de disponer de una mayor proporción del excedente bruto de explotación. Más bien ha sucedido lo contrario: como podemos observar en el mencionado gráfico, el peso de la formación bruta de capital fijo sobre el valor añadido se ha reducido durante estas últimas décadas. En realidad, sabemos ya que la mencionada recuperación del margen de beneficio, paralela a la reducción de la tasa de inversión, se ha traducido en un incremento de la tasa de financiarización (es decir, del beneficio no invertido).

Gráfico 7.28: Margen bruto de explotación, tasa de inversión y tasa de financiarización, SNF, 1950-2009 (% del VAB)

* El margen bruto de explotación se define como la ratio EBE/VAB, la tasa de inversión como FBKF/VAB y la tasa de financiarización como (EBE/VAB)-(FBKF/VAB).
Fuente: INSEE, *Comptes nationaux, Compte des sociétés non financières*.

¿A qué se han destinado los recursos derivados de la regresión salarial que no han sido reinvertidos en el proceso productivo? Podemos comprobar en el gráfico 7.29 cómo estos capitales han sido destinados al pago de dividendos, alimentando con ello el rentismo financiero. El peso de los dividendos brutos distribuidos en proporción al valor añadido ha pasado del 4,3% al 24,7% entre 1979 y 2009, y el de los dividendos netos del 3,1% al 8,2% en el mismo periodo. De este modo, vemos cómo el ajuste salarial ha permitido que las sociedades francesas alcancen las normas de rentabilidad fijadas por los mercados financieros (Firmin, 2006), al tiempo que el ingreso rentista ha emergido como una barrera a la acumulación de capital y al pleno empleo (Argitis y Pitelis, 2006).

Asistimos por tanto durante las décadas de 1980, 1990 y 2000 a un enorme trasvase de rentas desde los asalariados hacia los accionistas. Dado que la remuneración de asalariados sobre el valor añadido bruto de las sociedades no financieras ha pasado, como vimos en el gráfico 7.26, del 74% al 66% entre 1982 y 2009, podemos estimar la transferencia de rentas desde los asalariados hacia el capital, con relación al valor añadido bruto del año 2009 y para el caso de dichas sociedades, en unos 76500 millones de euros.

Gráfico 7.29: Remuneración de asalariados, tasa de inversión y dividendos distribuidos, SNF, 1950-2009 (% del VAB)

Fuente: INSEE, *Comptes nationaux, Compte des sociétés non financières*.

Gráfico 7.30: Rentabilidad para los accionistas, SNF, 1949-2009 (% del VAB)

* Calculamos dos medidas de la rentabilidad para los accionistas. La primera viene dada por la ratio (ingreso disponible bruto + dividendos distribuidos brutos)/VAB y la segunda por la ratio (ingreso disponible bruto + dividendos distribuidos netos)/VAB.
Fuente: INSEE, *Comptes nationaux, Compte des sociétés non financières*.

Profundizamos en el análisis del rentismo financiero –verdadera clave de bóveda del patrón de distribución que se despliega en Francia desde los años ochenta– construyendo indicadores más apropiados. Así, Artus y Cohen (1998) definen, para las sociedades no financieras, la suma del ingreso disponible bruto más los dividendos distribuidos (todo ello con relación al valor añadido) como la ratio más representativa de la rentabilidad para los accionistas. Cómo podemos observar en el gráfico 7.30, en el que representamos dicho indicador, la rentabilidad para los accionistas alcanza en la segunda mitad de la década de

1980 un nivel superior al que mostraba antes de la crisis económica de los años setenta, para seguir además creciendo durante las décadas de 1990 y 2010. Este indicador confirma la apropiación creciente de recursos captada por los accionistas de las sociedades no financieras.

Un indicador del rentismo financiero aún más concluyente es el que construyen Power *et al.* (2003), así como Jayadev y Epstein (2007). En este caso no sólo tenemos en cuenta los ingresos totales recibidos por los accionistas de las sociedades no financieras, sino el conjunto de ingresos captados por las instituciones financieras y por los propietarios de activos financieros. Este indicador nos da una muestra por tanto de la evolución de los ingresos captados por el capital financiero, entendido éste como fracción de clase.

Power *et al.* (2003) y Jayadev y Epstein (2007) definen el ingreso rentista como los beneficios realizados por las sociedades financieras más los intereses recibidos por los sectores institucionales privados no financieros (es decir, sociedades no financieras y hogares). Nosotros incorporamos a dicha definición además los dividendos recibidos por dichos sectores institucionales privados no financieros. No tenemos en cuenta, por falta de información estadística, las plusvalías bursátiles derivadas de la tenencia de activos financieros.

En el gráfico 7.31 se presenta la evolución del ingreso rentista captado en Francia por los propietarios del capital financiero. Observamos cómo dicho ingreso rentista, tras permanecer constante durante las décadas de 1950 y 1960, comienza a incrementarse durante los años setenta y no deja de hacerlo durante las décadas siguientes.

Gráfico 7.31: Ingreso rentista, total economía, 1949-2009 (% del PIB)

* Definimos el ingreso rentista como los beneficios realizados por las sociedades financieras, más los intereses y dividendos recibidos por las sociedades no financieras y los hogares.
Fuente: INSEE, *Comptes nationaux, Compte des sociétés non financières*, *Compte des sociétés financières, Compte des ménages.*

Nótese que en esta caracterización del rentismo financiero incluimos a todos aquellos sectores institucionales propietarios de activos financieros o cuyo beneficio se obtiene por su

intermediación en la actividad financiera. Es decir, que esta caracterización del rentismo financiero englobaría, además de a los agentes estrictamente financieros, a otros agentes no financieros cuyos ingresos se obtienen también a partir de fuentes financieras.

Esta caracterización del rentismo financiero es coherente con la delimitación del concepto de capital financiero que se presentó en el capítulo 1. Como vimos en dicho capítulo, el capital financiero es aquella fracción de clase que centraliza las masas de dinero potencialmente movilizables como capital, unifica mediante la liquidez de los títulos financieros las distintas categorías del capital y, por último, jerarquiza dichas categorías poniéndolas bajo su mando. La consolidación de las bolsas de valores garantiza precisamente la liquidez de los títulos accionariales, haciendo que estos resulten análogos a las sumas dinerarias movilizadas en forma de préstamos y créditos por el sistema bancario. El capital financiero ya no aparece por tanto como algo "exterior" al proceso de producción, sino como un agente más que integra la "caja negra" de la empresa, ámbito en el que se dilucida la confrontación de intereses entre capital y trabajo. Tal y como plantea Stockhammer (2004), sobre la figura del accionista se condensan actualmente las categorías funcionales (abstractas) de capital industrial y capital financiero.

El capital financiero –dominante en las primeras décadas del siglo XX, sometido al "corsé keynesiano" durante el periodo 1945-1979 y cuyo poder se restaura mediante el neoliberalismo a finales del siglo XX– muestra hoy día su expresión más avanzada en forma de nuevas instituciones gestoras del ahorro colectivo (fondos de inversión, fondos de pensiones, compañías de seguros, *hedge funds*…), a las que indudablemente se suman también la banca de inversión y la comercial.

El resultado de esta reunificación de los capitales es la formación de una nueva oligarquía que domina no sólo la esfera financiera sino también la productiva, y cuyos ingresos se producen fundamentalmente a través de la tenencia de activos financieros (títulos de deuda, acciones, cédulas hipotecarias, títulos derivados, etc). La reunificación del capital a partir de la década de 1980 conlleva que la dicotomía entre economía real y economía financiera sea –hoy más que nunca– una dicotomía inexistente.

Keynes (1936) consideraba en su Teoría General que el poder de opresión del capital financiero radicaba precisamente en su capacidad para explotar el "valor de escasez" del capital. El incremento del capital hasta que éste dejara de ser escaso, según el economista británico, conllevaría la "eutanasia del rentismo". Parece que el devenir de las últimas décadas plantea una situación ciertamente distinta: el exceso de capitales ociosos que han buscado su valorización en la esfera financiera ha impulsado las actividades rentistas. Lejos de producirse la "eutanasia del rentismo", es el propio capital financiero el que ha dirigido el proceso de acumulación en la economía francesa.

RESUMEN

En este capítulo hemos analizado cuál ha sido el efecto de la financiarización de las estrategias empresariales sobre la masa salarial. Hemos comprobado cómo la menor reinversión del beneficio, el incremento de las estrategias de reestructuración empresarial, la dinámica de control de costes laborales y la implantación de nuevas fórmulas de remuneración vinculadas a la participación financiera han tenido un importante impacto sobre la masa salarial. Estas estrategias han determinado elevados niveles de desempleo, han presionado sobre los costes laborales y han redefinido la capacidad de negociación de los asalariados, colaborando así en el bloqueo salarial.

De este modo, el incremento de los ingresos captados por las actividades rentistas se ha producido a costa de la formación bruta de capital fijo, de la creación de empleo y de las

rentas salariales. La masa salarial ha actuado como variable de ajuste para permitir el restablecimiento de la rentabilidad empresarial y, en particular, el fortalecimiento del ingreso rentista.

No obstante, la información estadística presentada en este apartado tiene aún un carácter agregado. Nos interesa evaluar mediante técnicas analíticas más potentes y precisas la presión ejercida por el capital financiero en el interior de las sociedades francesas. Para ello, en el capítulo siguiente estimamos un modelo microeconométrico que trata de evaluar el impacto que el reforzamiento de los intereses del capital financiero ha tenido sobre los salarios.

Capítulo 8 Financiarización y salario: un estudio microeconométrico con datos de panel

8.1- Financiarización y salario: especificación teórica del modelo
- **8.1.1- Tamaño, productividad y salario**
- **8.1.2- Competitividad y salario**
- **8.1.3- Rentabilidad empresarial y salario**
- **8.1.4- Pagos a los mercados financieros y salario**
- **8.1.5- Especificación estadística del modelo de salarios**

8.2- Análisis de los datos de la muestra: población, periodo de análisis y variables

8.3- Métodos de estimación y primeros resultados del modelo de salarios

8.4- Análisis de la robustez del modelo de salariosy modelos alternativos
- **8.4.1- Análisis de la robustez del modelo**
- **8.4.2- Modelizando la heterocedasticidad y la autocorrelación del modelo de salarios**

8.5- Discusión de los resultados

En el capítulo 7 hemos analizado cómo el proceso de financiarización, en sus distintas vertientes, impacta sobre la masa salarial. En el presente capítulo trataremos de formalizar este análisis, con la intención de poder contrastar con mayor rigor la argumentación expuesta en el capítulo anterior. Para ello, y de forma análoga a como se hizo en el capítulo 6, desarrollaremos un estudio microeconométrico con datos de panel que, en este caso, evalué las consecuencias del fenómeno de la financiarización sobre la masa salarial.

Dado que la metodología que se sigue en este capítulo es análoga a la desarrollada en el capítulo 6 remitimos a lo allí expuesto para evitar redundancias innecesarias. En este sentido, la introducción a la econometría de datos de panel que se hizo en el apartado 6.1 resulta pertinente también para el análisis que se desarrolla en este capítulo. Dicha introducción será por tanto el marco conceptual en el que se encuadre el estudio que a continuación desarrollamos.

La estructura que seguimos en este capítulo es la siguiente: en primer lugar especificamos un modelo econométrico que dé cuenta de las consecuencias que la financiarización tiene sobre la masa salarial. En el segundo apartado revisamos los datos de la muestra de empresas que utilizamos, para lo que examinaremos el origen de los datos, la población representada, las variables utilizadas, el periodo de análisis y la metodología utilizada para la eliminación de valores extremos. En tercer lugar exponemos los posibles métodos de estimación a nuestro alcance y elegimos el más apropiado. El cuarto apartado analiza la robustez de nuestro modelo y presenta alternativas econométricas a los problemas detectados. Por último, en el quinto apartado se discuten los principales resultados obtenidos en nuestras estimaciones.

8.1- Financiarización y salario: especificación teórica del modelo

Tratamos de especificar a continuación un modelo teórico y estadístico que fundamente parte de los vínculos ya examinados en el capítulo 7.

Cómo se ha comentado en capítulos anteriores, a pesar de la floreciente literatura que ha surgido estos últimos años en torno al concepto de financiarización son muy pocos los autores que han prestado atención al vínculo existente entre dicho fenómeno y la masa salarial. Por ello, la especificación de un modelo que analice los vínculos existentes entre estas dos variables se hace casi “en el vacío”, es decir, sobre la base de muy pocas contribuciones previas.

Esto introduce por un lado una indudable dificultad, dada la ausencia de análisis similares de los que poder aprender y con los que poder contrastar los resultados obtenidos. Sin embargo, la inexistencia de trabajos similares aporta por otro lado un valor añadido a nuestra investigación: la originalidad del objeto de estudio elegido y de la metodología utilizada. Como ya se mencionó anteriormente, los análisis microeconométricos realizados para evaluar el impacto de la financiarización sobre la actividad inversora de las empresas son escasos, pero en los últimos años se han publicado algunos particularmente interesantes (Orhangazi, 2008; Demir, 2009). Sin embargo, no conocemos ningún análisis microeconométrico desarrollado con la intención de evaluar el impacto de la financiarización sobre la masa salarial.

La variable que vamos a seleccionar para dar cuenta del impacto de la financiarización sobre la masa salarial va a ser la misma que hemos contemplado en el capítulo 7: el salario. Así, el salario será la variable dependiente de nuestro modelo.

A la hora de construir un modelo que analice los vínculos aquí planteados hay dos fenómenos que resultan de especial interés y cuya consideración debe ser tenida en cuenta. En primer lugar, la presión que ejercen los mercados financieros sobre la creación de valor

de las empresas se traduce en una acrecentada demanda de rentabilidad. Cabe pensar que serán numerosos los casos de empresas en los que esta exigencia de rentabilidad se ha satisfecho a costa de un ajuste sobre la masa salarial. De este modo, la rentabilidad de la empresa ha actuado como correa de transmisión entre las exigencias de los inversores financieros y la evolución salarial. Tendremos por tanto que prestar atención a la evolución de la rentabilidad empresarial si queremos evaluar el impacto de la financiarización sobre el salario.

En segundo lugar, la empresa sometida a la presión de los mercados financieros se enfrenta también a una tensión por la distribución del beneficio obtenido. No basta con que la empresa sea rentable; además los beneficios obtenidos han de distribuirse a los prestamistas y accionistas. Esta tensión puede tener un segundo impacto sobre el salario de la empresa, en la medida en que mayores pagos a los mercados financieros reforzarán la presión ejercida sobre la masa salarial con la finalidad de satisfacer dichos pagos. Incluiremos por tanto también esta segunda dimensión en nuestro modelo. Rentabilidad empresarial y, especialmente, punción financiera serán las dos variables *proxy* utilizadas para evaluar el impacto de la financiarización sobre el salario.

Además de estas dos variables nuestro modelo incorpora también otras dimensiones que tratan de explicar el salario en el ámbito empresarial. Para seleccionar estas variables de control nos remitimos a las dimensiones tradicionalmente señaladas por la literatura para explicar el salario en una empresa, como son la cantidad de fuerza de trabajo empleada, el tamaño de la firma, la competitividad, la eficiencia productiva, etc.

Incorporamos en nuestro modelo por tanto las dos variables vinculadas al proceso de financiarización –rentabilidad empresarial y punción financiera– , así como también otras tres variables de control –tamaño de la firma, competitividad y productividad–. Así, la función que explica el comportamiento salarial a escala microeconómica podría especificarse del siguiente modo[101]:

$$W/K = f(L/K, S/K, Y/K, B/K, Pf/K) \qquad [1]$$

Donde *W* es el salario; *L* es el número de empleados de la empresa; *S* es el volumen de ventas; *Y* es el valor añadido; *B* son los beneficios de la empresa y *Pf* los pagos a los mercados financieros. La variable *K* es el activo total de la empresa que, al igual que en el modelo de inversión del capítulo 6, vuelve a deflactar a todas las variables.

El ratio *L/K* permite aproximar el tamaño de la firma; *S/K* es un proxy de la competitividad de la empresa; el ratio *Y/K* constituye una medida de la productividad de la firma; y, finalmente, los ratios *B/K* y *Pf/K* son respectivamente una medida de la rentabilidad empresarial y del peso relativo de los pagos a los mercados financieros.

A priori, esperaríamos tener las siguientes relaciones causales en nuestro modelo:

$$(W/K)_{L/K} > 0 \; ; \; (W/K)_{S/K} \gtrless 0 \; ; \; (W/K)_{Y/K} > 0 ; \; (W/K)_{B/K} < 0 ; \; (W/K)_{Pf/K} < 0 \qquad [2]$$

Esperamos que la ratio *L/K* se relacione positivamente con el salario, en la medida en que el número de trabajadores es un indicador relacionado directamente con la capacidad

[101] Hubiera sido deseable incorporar otras dimensiones para explicar el salario, como por ejemplo el peso de la afiliación sindical en la empresa. La ausencia de datos lo ha impedido.

de negociación de la fuerza de trabajo. Del mismo modo, aquellas firmas que presenten mayores niveles de eficiencia (*Y/K*) tendrán opciones de traducir dicha eficiencia en mejores remuneraciones.

No tenemos una hipótesis clara sobre el signo del coeficiente asociado a la competitividad empresarial (*S/K*) dado que, como se explicará en el siguiente apartado, ésta presenta características contradictorias en su relación con el salario.

Finalmente, pensamos que las dos variables que van a evaluar el impacto de la financiarización sobre el salario –rentabilidad empresarial (*B/K*) y punción financiera (*Pf/K*)– tendrán un impacto negativo sobre éste. Pasamos a continuación a explicar con más detalle estos vínculos causales.

8.1.1- Tamaño, productividad y salario

Dos de las variables habitualmente reseñadas por la literatura para explicar el salario a nivel microeconómico son el tamaño de la firma y su nivel de productividad (Santos Ruesga, 2002; Suárez, 2000).

El número de trabajadores es un indicador relacionado directamente con la capacidad de negociación de la fuerza de trabajo. Así, cuanto mayor sea el número de trabajadores de una determinada empresa (*L/K*) más probabilidad existirá –en términos generales– de que el salario sea también superior al de otras empresas con similares características pero con menor número de empleados[102]. Está ampliamente documentado cómo la afiliación sindical, la capacidad de organización y la existencia de espacios de negociación colectiva están notablemente más avanzadas en aquellas empresas que emplean un elevado número de trabajadores[103].

Otra dimensión determinante para explicar el salario, ampliamente recogida en la literatura ortodoxa, es la productividad de la empresa (variable *Y/K*). En teoría, aquellas firmas que presentan mayores niveles de eficiencia tendrán opciones de traducir dicha eficiencia en mejores remuneraciones salariales (Suárez, 2000). Por tanto, la remuneración será, hasta cierto punto y según esta tesis, un reflejo de la productividad de la empresa.

Aunque ha sido mucho lo que se ha escrito criticando y complementando la tesis clásica que explica la remuneración salarial en función de la productividad (Caraballo, 1996; Palacio, 2004), no entramos aquí a valorar dichas críticas. Consideramos sin más dicha variable como una de nuestras variables de control.

8.1.2- Competitividad y salario

Tratamos de captar la competitividad empresarial mediante la inclusión en nuestro modelo de una variable que recoge el volumen de ventas (*S*). Esta variable, al deflactarse por el activo total de la empresa (*S/K*), nos proporciona un ratio cinético de rotación de activos, que refleja las veces que se ha utilizado el total de activos en la obtención de las venteas y, con ello, una determinada medida del grado de competitividad de la empresa.

La literatura especializada plantea habitualmente que la competitividad empresarial es un determinante más del salario (Suárez, 2000). Según esta literatura, empresas muy

[102] Lógicamente, este criterio nunca se presenta aislado en el mundo empresarial. La magnitud del salario en una determinada empresa es el resultado de otros muchos factores, como, por ejemplo, el sector al que pertenece la empresa, que puede explicar que los salarios sean inferiores en empresas que emplean a muchos trabajadores frente a empresas con menos empleados.

[103] Tal y como se dijo anteriormente, hubiera sido deseable tener en este punto un *proxy* mejor de la capacidad de negociación de la fuerza de trabajo a nivel empresarial, como por ejemplo el porcentaje de afiliación sindical. No obstante, Orbis no proporciona dicha información estadística.

competitivas podrán obtener altos rendimientos derivados de su posición de liderazgo en un determinado mercado y, con ello, podrán remunerar mejor a sus empleados.

El discurso dominante sobre la competitividad dista mucho no obstante de traducirse en realidad. Así, las consecuencias del logro de la competitividad sobre la dinámica salarial no tienen por qué expresarse en la dirección anteriormente señalada. Bien al contrario, la búsqueda de competitividad empresarial puede descansar sobre elementos de contención e incluso de recorte salarial (Álvarez y Luengo, 2009b). Cuando así sucede, un incremento de la ratio *S/K* no necesariamente está vinculado a una mejora salarial, sino que puede venir dado, al contrario, por una mayor contención salarial.

No tenemos por tanto una hipótesis clara del signo asociado a la competitividad empresarial (*S/K*), puesto que su relación con el salario es ciertamente contradictoria.

8.1.3- Rentabilidad empresarial y salario

La rentabilidad empresarial va a ser la primera de las variables *proxy* del fenómeno de la financiarización a la que nos refiramos. Sostenemos que existe una relación importante entre dicha variable y la remuneración salarial.

Cabría pensar –igual que hemos argumentado con la competitividad comercial– que la rentabilidad empresarial presenta una relación contradictoria con el salario. Así, se podría sostener que aquellas empresas que tienen una mayor tasa de beneficio –variable (*B/K*)– presentan a su vez la posibilidad de remunerar mejor la fuerza de trabajo. Cabría esperar por tanto una relación positiva entre la rentabilidad empresarial y la remuneración salarial.

No obstante, en el capítulo 7 hemos podido evaluar cómo el análisis macroeconómico, a partir de los datos de la contabilidad nacional, no parece reflejar este argumento. Así, la información contenida en los capítulos anteriores nos invita a pensar en la otra dirección: la continua mejora experimentada por la rentabilidad empresarial durante estas últimas décadas ha descansado precisamente sobre un intenso proceso de ajuste salarial.

De este modo, trataremos de evaluar a nivel micreconómico lo ya contrastado a partir de los datos de la contabilidad nacional en los capítulos anteriores.

8.1.4- Pago a los mercados financieros y salario

Como ya sabemos, el resurgimiento del capital financiero y la liberalización de los mercados bursátiles han reforzado las demandas de rentabilidad empresarial sobre las empresas no financieras. Sin embargo, esta presión sobre las empresas no es inocua en lo que a la relación salarial se refiere, es decir, no recae en igual medida sobre los distintos colectivos que componen la empresa. Así, hemos visto en los capítulos anteriores cómo la presión de las finanzas ha sido repercutida a su vez sobre los trabajadores, cargando las rentas salariales con el ajuste necesario para, en primer lugar, restablecer la rentabilidad empresarial y, en segundo lugar, suministrar a los mercados financieros pagos crecientes.

Trataremos de recoger esta segunda dimensión de la presión financiera sobre el salario mediante la inclusión de la punción financiera (*Pf/K*) en el modelo. Damos cuenta con ello de la magnitud de los pagos efectuados por las empresas a los mercados financieros (de nuevo, la suma de los intereses pagados y los dividendos distribuidos).

No obstante, conviene no olvidar que el concepto de “punción financiera” ha sido ya matizado. La punción financiera no refleja tanto las restricciones externas que las finanzas imponen a las empresas (supuestamente autónomas y ajenas a dicha lógica), sino que evidencia precisamente las relaciones de poder que mantienen las distintas clases sociales en el seno de éstas. Así, las firmas francesas han mantenido una dinámica de ajuste salarial para restablecer la rentabilidad y han podido distribuir esos beneficios a los accionistas y

rentistas precisamente porque el poder de éstos en el seno de las empresas se ha incrementado notablemente.

8.1.5- Especificación estadística del modelo de salarios

Como ya se comentó en el apartado 6.2.5, cuando pasamos de la especificación teórica a la especificación estadística de nuestro modelo conviene tener en cuenta que cualquier base de microdatos empresariales presenta una importante variabilidad entre los individuos que la componen. Así, la diversidad de tamaño de las empresas de nuestra muestra supondrá necesariamente comparar volúmenes de empleo, ventas, producción o beneficios muy heterogéneos. Para evitar este sesgo asociado al tamaño y reducir la posible heterocedasticidad de la muestra conviene volver a utilizar la metodología seguida en el capítulo 6: deflactamos las variables del modelo por los activos totales de la empresa. Teniendo en cuenta este criterio metodológico, cuya idoneidad se justificó en el apartado 6.2.5, la especificación estadística de nuestro modelo tomará la forma siguiente, donde i representa los distintos individuos de la muestra y t los distintos años:

$$(W/K)_{i,t} = \alpha + \beta_1(L/K)_{i,t} + \beta_2(S/K)_{i,t} + \beta_3(Y/K)_{i,t} + \beta_4(B/K)_{i,t} + \beta_5(Pf/K)_{i,t} \qquad [3]$$

Como vemos, la especificación final del modelo tiene en cuenta tanto determinantes reales como financieros para explicar el salario. Los primeros –tamaño *L/K,* competitividad *S/K* y productividad *Y/K*– son determinantes tradicionalmente señalados en los estudios de economía laboral. Los segundos –rentabilidad *B/K* y punción financiera *Pf/K*– son determinantes introducidos por nuestro modelo, en un intento por captar cómo el fenómeno de la financiarización impacta sobre el salario.

8.2- Análisis de los datos de la muestra: población, periodo de análisis y variables

Antes de presentar los distintos métodos de estimación empleados revisaremos las propiedades de la muestra que hemos utilizado.

Volvemos a confeccionar nuestro panel a partir de la base de datos Orbis, siguiendo la metodología expuesta en el apartado 6.3. No nos extendemos por tanto en este punto y remitimos a dicho apartado para un mayor detalle.

El periodo de cobertura de nuestros datos será de 2000 a 2008 –ambos años incluidos– y utilizaremos las siguientes variables de Orbis para estimar el modelo recogido en la expresión [3]:

- Salario (*W*): se corresponde con la variable *Cost of employees*, que incluye los costes salariales pagados por las empresas así como las cotizaciones sociales, en miles de euros.
- Empleados (*L*): se corresponde con la variable *Employees*, que proporciona el número de empleados de cada empresa.
- Ventas (*S*): se corresponde con la variable *Sales*, que proporciona el volumen neto de ventas, en miles de euros.
- Valor añadido (*Y*): se corresponde con la variable *Value Added*, que refleja el valor añadido generado por la empresa en un determinado periodo, en miles de euros.
- Beneficio (*B*): se corresponde con la variable EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*), que proporciona el beneficio antes del pago

de intereses, impuestos, depreciación y amortización, en miles de euros.

- Pagos a los mercados financieros (*Pf*): viene definida como la suma de los intereses financieros pagados por las empresas (*Interest Paid*) y los dividendos ordinarios distribuidos (*Ordinary Dividends*), ambos en miles de euros[104].
- Activos totales (*K*): se corresponde con la variable *Total Assets*, en miles de euros.

De nuevo, los valores nominales de todas las variables están divididos por el deflactor del PIB, de forma que trabajamos con valores reales.

Los criterios de selección de la muestra vuelven a ser los mismos que se utilizaron en el capítulo 6: aquellas empresas que Orbis clasifica como "empresas muy grandes" ("*very large companies*")[105]. Además, excluimos de nuestra muestra todas aquellas empresas que presentan códigos SIC comprendidos entre 6000 y 6799 (sector financiero e inmobiliario).

Eliminamos aquellas observaciones que presentan una excesiva desviación típica respecto a la media para las distintas variables del modelo. En concreto, y como ya se hiciera en el apartado 6.3 para el modelo de inversión, eliminamos todas aquellas observaciones que se sitúan más allá de $\mu \pm 4\sigma$, es decir, más allá de cuatro veces la desviación típica respecto de la media.

En la tabla 8.1 del anexo estadístico podemos ver el número de observaciones que elimino mediante el procedimiento anteriormente descrito. El número de observaciones perdidas es muy pequeño (entre el 0,01% y el 1,6% de la muestra, según las distintas variables), a pesar de lo cual la disminución que experimenta la desviación típica de cada una de las variables al sacar de la muestra los valores extremos es muy significativa.

Una vez eliminadas de nuestra base de datos las empresas financieras e inmobiliarias, los valores extremos así como todas aquellas firmas que no tienen datos para las variables seleccionadas, tenemos una muestra compuesta por 4256 empresas[106], que presenta los estadísticos descriptivos recogidos en el cuadro 8.1:

Cuadro 8.1: Principales estadísticos descriptivos de la muestra final, modelo de salarios

n=4256
T =9

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
W/K	25942	.2769254	.2696617	6.26e-06	1.869865
L/K	25942	.0073588	.011507	2.01e-07	.1469359
S/K	25942	1.865907	1.704379	5.62e-07	32.03643
Y/K	25942	.3688734	.2942456	-1.310967	2.186829
B/K	25942	.0944705	.1114182	-.6982266	.8626853
Pf/K	25942	.0160951	.0288239	1.83e-07	1.307963

Fuente: Orbis. Elaboración propia.

Nuestra muestra de empresas constituye un panel de datos no balanceado, dado que a las distintas firmas presentes no se les exige tener observaciones para todos los años del

[104] Tal y como se explicó en el apartado 6.3, esta variable no contiene datos sobre las recompras de acciones debido a que la base de datos Orbis no proporciona esa información.

[105] Para conocer con mayor detalle las características de las empresas que Orbis clasifica como "*very large companies*", véase la nota al pie 70, en la página 173.

[106] Para un mayor detalle sobre las observaciones y empresas eliminadas en cada una de estas decisiones metodológicas, véase la tabla 8.2 del anexo estadístico.

periodo. Contamos en esta ocasión con suficientes observaciones como para hacer un análisis más desagregado que el desarrollado con la inversión empresarial. Así, podremos analizar con mayor detalle el impacto de la financiarización sobre el salario en función del sector económico o en función del tamaño de la empresa.

8.3- Métodos de estimación y primeros resultados del modelo de salarios

Tal y como ya se justificó en el capítulo 6, utilizaremos inicialmente tres métodos distintos para estimar nuestro modelo de salarios (modelo agrupado, modelo de efectos fijos y modelo de efectos aleatorios). Posteriormente decidiremos en base a los criterios ya mencionados en dicho capítulo el método de estimación más idóneo.

Antes de presentar las regresiones correspondientes a los distintos métodos de estimación mostramos las correlaciones parciales de cada una de las variables con el salario (cuadro 8.2), así como la matriz de correlaciones de todas las variables (cuadro 8.3).

Cuadro 8.2: Correlaciones parciales del modelo de salarios

(correlación parcial de *W/K* con cada variable)

Partial correlation of W/K with

Variable	Corr.	Sig.
L/K	0.3315	0.000
S/K	0.0153	0.013
Y/K	0.8892	0.000
B/K	-0.6741	0.000
Pf/K	-0.0754	0.000

Fuente: Orbis. Elaboración propia.

Cuadro 8.3: Matriz de correlaciones del modelo de salarios

	W/K	L/K	S/K	Y/K	B/K	Pf/K
W/K	1.0000					
L/K	0.7769	1.0000				
	(0.0000)					
S/K	0.0796	0.0641	1.0000			
	(0.0000)	(0.0000)				
Y/K	0.8986	0.7063	0.0793	1.0000		
	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)			
B/K	0.0200	0.0258	0.0193	0.3501	1.0000	
	(0.0013)	(0.0000)	(0.0019)	(0.0000)		
Pf/K	-0.0477	-0.0351	-0.0114	-0.0250	-0.0065	1.0000
	(0.0000)	(0.0000)	(0.0657)	(0.0001)	(0.2981)	

Significance between parentheses

Fuente: Orbis. Elaboración propia.

En los cuadros 8.2 y 8.3 podemos observar cómo existe una correlación positiva y significativa, entre las variables de control elegidas (tamaño, competitividad y productividad)

y el salario. Esta correlación resulta además especialmente intensa en el caso del tamaño de la firma (*L/K*) y en el de la productividad (*Y/K*).

Además, existe una relación negativa significativa –aunque de escasa entidad– entre el salario y la punción financiera (*Pf/K*), tanto para el análisis de correlaciones parciales como en el análisis multivariante. La rentabilidad empresarial (*B/K*) presenta una fuerte correlación negativa en el caso del análisis bivariante, pero no en el caso del análisis multivariante en el que incluso presenta una ligera asociación positiva.

Pasamos a continuación a estimar el modelo especificado en la expresión [3] utilizando en primer lugar el modelo agrupado (*pooled*). Los resultados de dicha estimación –que como ya sabemos se implementa utilizando el método MCO– se presentan en el cuadro 8.4. Además, en el gráfico 8.1 se presentan las regresiones parciales de cada una de las variables explicativas, ajustadas en cada caso por el resto de variables del modelo. La recta de regresión de estos gráficos tiene la misma pendiente que el coeficiente estimado para cada variable explicativa.

Cuadro 8.4: Estimación del impacto de la financiarización sobre el salario, modelo agrupado (*pooled*)

```
Linear regression                                      Number of obs =   25942
                                                       F(  5, 25936) =13485.57
                                                       Prob > F      =  0.0000
                                                       R-squared     =  0.9173
                                                       Root MSE      =  .07755
------------------------------------------------------------------------------
             |               Robust
         W/K |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
         L/K |    3.54971   .2328815    15.24   0.000     3.093249    4.006171
         S/K |   .0007007   .0002856     2.45   0.014     .0001409    .0012606
         Y/K |   .8201307   .0114417    71.68   0.000     .7977043    .8425571
         B/K |  -.7200628   .0135859   -53.00   0.000    -.7466919   -.6934337
        Pf/K |  -.2065062   .0722204    -2.86   0.004    -.3480623   -.0649502
       _cons |   .0183179     .00225     8.14   0.000     .0139077     .022728
------------------------------------------------------------------------------
```

Fuente: Orbis. Elaboración propia.

Antes de discutir cualquier resultado analizaremos la selección del método de estimación más apropiado así como la robustez de nuestro modelo.

Recordemos que cuando trabajamos con datos de panel estimar un modelo utilizando únicamente el método agrupado (MCO) supone una notable pérdida de información, dado que ignoramos la dimensión espaciotemporal del panel y tratamos todas las observaciones como si pertenecieran al mismo periodo de tiempo.

Pasamos por tanto a evaluar si podemos utilizar los métodos de estimación de efectos fijos y efectos aleatorios, que utilizan más eficientemente la información espaciotemporal contenida en nuestros datos. En primer lugar, evaluamos la idoneidad del modelo de efectos fijos para estimar el modelo especificado en la expresión [3]. Recogemos esta estimación en el cuadro 8.5.

Gráfico 8.1: Regresiones parciales del impacto de la financiarización sobre el salario, modelo agrupado (*pooled*)

Fuente: Orbis. Elaboración propia.

Cuadro 8.5: Estimación del impacto de la financiarización sobre el salario, modelo de efectos fijos

```
Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =     25942
Group variable (i): id                          Number of groups   =      4256
R-sq:  within  = 0.6472                         Obs per group: min =         1
       between = 0.8741                                        avg =       6.1
       overall = 0.8587                                        max =         9
                                                F(5,21681)         =    434.18
corr(u_i, Xb)  = 0.4397                         Prob > F           =    0.0000
------------------------------------------------------------------------------
             |               Robust
         W/K |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
         L/K |   7.423609   .7354194    10.09   0.000     5.982134    8.865085
         S/K |   .0222104   .0022054    10.07   0.000     .0178876    .0265332
         Y/K |    .462322   .0208393    22.19   0.000     .4214755    .5031685
         B/K |  -.4556652   .0201693   -22.59   0.000    -.4951985    -.416132
        Pf/K |  -.1767706   .0505254    -3.50   0.000    -.2758042    -.077737
       _cons |   .0562115   .0048493    11.59   0.000     .0467065    .0657165
-------------+----------------------------------------------------------------
     sigma_u |  .10851211
     sigma_e |  .05153069
         rho |  .81598347   (fraction of variance due to u_i)
------------------------------------------------------------------------------
F test that all u_i=0:     F(4255, 21681) =     8.71         Prob > F = 0.0000
```

Fuente: Orbis. Elaboración propia.

Como ya se dijo en el apartado 6.4.1, el modelo agrupado es un modelo restringido con respecto al modelo de efectos fijos en el que se asume un intercepto común para todos los individuos de la muestra. Se puede realizar por tanto una prueba *F* restrictiva para evaluar hasta qué punto el intercepto del modelo es común para todos los individuos de la muestra y no existen efectos fijos asociados. Si la prueba se rechaza, el modelo de efectos fijos es preferible al modelo agrupado.

La salida que proporciona Stata –recogida al final del cuadro 8.5– nos muestra precisamente esta prueba *F* de significancia de los efectos fijos:

```
F test that all u_i=0:     F(4255, 21681) =     8.71         Prob > F = 0.0000
```

El p-valor asociado a esta prueba *F* nos indica que podemos rechazar la hipótesis nula, por lo que el modelo de efectos fijos es preferible al modelo agrupado.

Estimemos a continuación el modelo de efectos aleatorios para poder contrastar posteriormente si éste es preferible al modelo agrupado y al modelo de efectos fijos. Vemos la estimación del modelo de efectos aleatorios en el cuadro 8.6:

Cuadro 8.6: Estimación del impacto de la financiarización sobre el salario, modelo de efectos aleatorios

```
Random-effects GLS regression                   Number of obs      =     25942
Group variable (i): id                          Number of groups   =      4256
R-sq:  within  = 0.6273                         Obs per group: min =         1
       between = 0.9313                                        avg =       6.1
       overall = 0.9049                                        max =         9
Random effects u_i ~ Gaussian                   Wald chi2(5)       =  11039.95
corr(u_i, X)       = 0 (assumed)                Prob > chi2        =    0.0000
------------------------------------------------------------------------------
             |               Robust
         W/K |      Coef.   Std. Err.      z    P>|z|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
         L/K |   6.531358    .418373    15.61   0.000     5.711362    7.351354
         S/K |   .0062498   .0006599     9.47   0.000     .0049564    .0075432
         Y/K |   .6280177   .0183989    34.13   0.000     .5919565    .6640788
         B/K |   -.563998   .0190063   -29.67   0.000    -.6012496   -.5267464
        Pf/K |  -.2382377   .0581133    -4.10   0.000    -.3521377   -.1243377
       _cons |     .04185   .0028619    14.62   0.000     .0362407    .0474593
-------------+----------------------------------------------------------------
     sigma_u |  .04804883
     sigma_e |  .05153069
         rho |  .46507704   (fraction of variance due to u_i)
------------------------------------------------------------------------------
```

Fuente: Orbis. Elaboración propia.

La *Prueba del Multiplicador de Lagrange para Efectos Aleatorios* nos permite contrastar si el modelo de efectos aleatorios es preferible al modelo agrupado. Para ello, esta prueba –recogida en el cuadro 8.7– contrasta la hipótesis nula de que no existe ninguna diferencia relevante entre el modelo agrupado y el modelo de efectos aleatorios.

El p-valor asociado a la prueba de Lagrange para efectos aleatorios nos indica que podemos rechazar la hipótesis nula y que, por tanto, los efectos aleatorios sí son relevantes, siendo preferible utilizar este modelo a la estimación agrupada (*pooled*).

Por tanto, la prueba Breusch y Pagan para efectos aleatorios y la prueba *F* de significancia de los efectos fijos nos señalan que resulta preferible la utilización de

cualquiera de estos dos modelos al modelo agrupado. Sin embargo, todavía tenemos que tomar la decisión de qué modelo resulta preferible, efectos fijos o aleatorios. Para ello, y como se vio anteriormente, la prueba de Hausman puede ayudar a tomar la decisión. La hipótesis nula de esta prueba es que los estimadores de efectos aleatorios y de efectos fijos no difieren sustancialmente. Recogemos en el cuadro 8.8 los resultados de realizar dicha prueba para los modelos estimados en los cuadros 8.5 y 8.6.

Cuadro 8.7: Prueba del Multiplicador de Lagrange para efectos aleatorios, modelo de salarios

```
Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects:

        W/K[id,t] = Xb + u[id] + e[id,t]

        Estimated results:
                         |       Var     sd = sqrt(Var)
                    W/K  |   .0727201       .2696667
                      e  |   .0026554       .0515307
                      u  |   .0023087       .0480488

        Test:   Var(u) = 0
                             chi2(1) =  7027.99
                         Prob > chi2 =     0.0000
```

Fuente: Orbis. Elaboración propia.

Cuadro 8.8: Prueba de Hausman, modelo de salarios
(efectos fijos frente a efectos aleatorios)

```
                  ---- Coefficients ----
             |      (b)          (B)            (b-B)     sqrt(diag(V_b-V_B))
             |     FIXED        RANDOM       Difference          S.E.
-------------+----------------------------------------------------------------
             |
         L/K |    7.423609     6.531358        .8922517        .6048187
         S/K |    .0222104     .0062498        .0159606        .0021044
         Y/K |     .462322     .6280177       -.1656957        .0097855
         B/K |   -.4556652     -.563998        .1083328        .0067499
        Pf/K |   -.1767706    -.2382377        .0614671               .
------------------------------------------------------------------------------

                           b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
            B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

    Test:  Ho:  difference in coefficients not systematic

                  chi2(5) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
                          =      345.41
                Prob>chi2 =      0.0000
                (V_b-V_B is not positive definite)
```

Fuente: Orbis. Elaboración propia.

El p-valor de la prueba de Hausman indica que sí se rechaza la hipótesis nula, es decir, que la diferencia entre los coeficientes de ambos modelos sí es sistemática. Al rechazarse la hipótesis nula el test recomienda la utilización del modelo de efectos fijos.

No obstante, es necesario recordar en este punto que –tal y como se vio en el apartado 6.1.3– la selección del método de estimación se realiza a partir de la consideración de diversos criterios, entre los que figura el test de Hausman. Conviene por tanto revisar el resto de criterios.

En primer lugar, trabajamos con una muestra aleatoria de empresas y no con una muestra de la población seleccionada a conveniencia[107]. Por ello, utilizar el modelo de efectos aleatorios parece más conveniente.

En segundo lugar, hay que recordar que el interés de nuestro estudio radica en los coeficientes de los parámetros, no en las diferencias individuales existentes entre estos. Preferimos por tanto un método de estimación que no priorice estas diferencias y que trate la heterogeneidad no observable de los individuos como una variable aleatoria. Esto invitaría por tanto a decantarse de nuevo por la utilización del modelo de efectos aleatorios.

En tercer lugar, la inferencia que pretende hacer nuestro estudio no aspira a considerar únicamente los efectos presentes en la muestra, sino que tiene en cuenta las características de toda la población de grandes empresas. Es decir, existen motivos justificados para pensar que no todas las empresas de nuestra muestra son de “un determinado tipo” y, por lo tanto, podemos decir que son una muestra aleatoria de una determinada población (en este caso, las grandes empresas francesas).

Por último, si tomamos en consideración la estructura de nuestro panel de datos observamos de nuevo que el modelo de efectos aleatorios es preferible al de efectos fijos, en la medida en que contamos con una muestra en la que N es notablemente más elevado que T (4256 empresas frente a 9 años). Si utilizásemos en este caso el método de efectos fijos para estimar nuestro modelo el número de parámetros fijos podría llegar a ser muy elevado en relación con el número de datos disponibles, lo que generaría parámetros pocos fiables y una estimación deficiente.

La contradicción existente entre la prueba de Hausman y el resto de criterios aquí presentados hace que la elección del modelo no sea clara en esta ocasión. No obstante, consideramos que existen razones justificadas para decantarse de nuevo –tal y como se hizo en el capítulo 6– por el modelo de efectos aleatorios, si bien existen más dudas en esta ocasión.

Ofrecemos en cualquier caso los resultados tanto del modelo de efectos aleatorios como del modelo de efectos fijos para poder observar las posibles discrepancias entre ambos. En el cuadro 8.9 podemos ver los resultados de las estimaciones para los tres modelos: agrupado, efectos fijos y efectos aleatorios.

Un primer vistazo –aún preliminar– de los resultados del cuadro 8.9 nos permite confirmar las hipótesis que inicialmente manejábamos: el salario en las empresas depende positivamente de las variables de control seleccionadas (tamaño, competitividad y productividad), mientras que presenta una relación negativa con la rentabilidad empresarial y con los pagos efectuados por las empresas a los mercados financieros. Todas las

[107] Aunque hayamos seleccionado a las empresas de nuestra muestra a partir del criterio “empresas muy grandes” determinado por la base de datos Orbis, como trabajamos finalmente con una muestra de 4256 empresas y 25942 observaciones nuestro conjunto de datos podría asimilarse a una muestra aleatoria de la población objetivo (que, recordemos, es el conjunto de las grandes empresas francesas y no la totalidad de las empresas).

variables resultan además significativas, tanto para el modelo de efectos fijos como para el modelo de efectos aleatorios.

Parece confirmarse con ello la cuarta hipótesis del apartado 1.3 según la cual el fenómeno de la financiarización se ha traducido en un proceso de ajuste salarial, en la medida en que la ofensiva empresarial por recuperar la rentabilidad y por trasladar dicha recuperación a los accionistas y rentistas se ha llevado a cabo a expensas de los salarios de los trabajadores[108].

Cuadro 8.9: Estimación del impacto de la financiarización sobre el salario (modelo agrupado, efectos fijos y efectos aleatorios)

	(1) MCO	(2) MEF	(3) MEA
L/K	3.5497***	7.4236***	6.5314***
	(0.2329)	(0.7354)	(0.4184)
S/K	0.0007*	0.0222***	0.0062***
	(0.0003)	(0.0022)	(0.0007)
Y/K	0.8201***	0.4623***	0.6280***
	(0.0114)	(0.0208)	(0.0184)
B/K	-0.7201***	-0.4557***	-0.5640***
	(0.0136)	(0.0202)	(0.0190)
Pf/K	-0.2065**	-0.1768***	-0.2382***
	(0.0722)	(0.0505)	(0.0581)
N	25942	25942	25942
r2	0.9173	0.6472	0.6263
F	13485.5672	434.1769	
pvalue	0.0000	0.0000	
ll	29523.0611	42450.2619	

Robust standard errors in parentheses
* p<0.05, ** p<0.01, *** p<0.001

Fuente: Orbis. Elaboración propia.

Presentamos a continuación los resultados de nuestro modelo desagregados por sector económico (véanse los cuadros 8.10 y 8.11). La clasificación de los distintos sectores económicos se ha hecho en base al criterio de agrupación de códigos SIC recogido en la tabla 6.3 del anexo estadístico. Como podemos ver en los cuadros mencionados la desagregación sectorial de nuestros resultados parece confirmar que nuestras hipótesis se cumplen para todos los sectores, excepto para el agro-extractivo.

No obstante, antes de proseguir con el análisis de los resultados de nuestras estimaciones conviene analizar los posibles problemas de heterocedasticidad y autocorrelación de nuestra muestra. Sólo después de analizar a fondo y de corregir estos problemas tendrá sentido discutir los resultados de nuestras estimaciones.

[108] La cuarta hipótesis del apartado 1.3 a la que se hace referencia planteaba exactamente que "*la financiarización de las estrategias empresariales ha actuado como mecanismo de ajuste sobre la masa salarial, impulsando una recuperación de la rentabilidad que se ha apoyado en una notable congelación de los salarios*".

Cuadro 8.10: Estimación del impacto de la financiarización sobre el salario
(modelo de efectos aleatorios, por sector económico)

	(1) NO_FINANC	(2) AGRO_EXT	(3) INDUST	(4) MANUFACT	(5) SERVIC	(6) UTILIT	(7) COMERC	(8) OT_SERVIC
L/K	6.5314***	6.8049**	12.4532***	12.1548***	4.8252***	13.2313***	7.5828***	2.4187***
	(0.4184)	(2.1654)	(2.2279)	(2.3936)	(0.4321)	(1.7576)	(1.2065)	(0.3398)
S/K	0.0062***	0.0927***	0.0205***	0.0191***	0.0030***	0.0248***	0.0032***	0.0315***
	(0.0007)	(0.0251)	(0.0046)	(0.0045)	(0.0006)	(0.0057)	(0.0007)	(0.0057)
Y/K	0.6280***	0.2069***	0.4178***	0.4083***	0.7260***	0.3767***	0.5671***	0.8134***
	(0.0184)	(0.0431)	(0.0335)	(0.0336)	(0.0229)	(0.0612)	(0.0463)	(0.0253)
B/K	-0.5640***	-0.2817***	-0.3984***	-0.3943***	-0.6477***	-0.3817***	-0.4756***	-0.7871***
	(0.0190)	(0.0478)	(0.0316)	(0.0323)	(0.0244)	(0.0628)	(0.0432)	(0.0250)
Pf/K	-0.2382***	0.5532*	-0.1798**	-0.1285	-0.2674***	-0.1719**	-0.2180*	-0.2241
	(0.0581)	(0.2815)	(0.0691)	(0.0827)	(0.0790)	(0.0631)	(0.0936)	(0.1774)
N	25942	281	11665	10127	13962	2291	7891	3780

Robust standard errors in parentheses
* p<0.05, ** p<0.01, *** p<0.001

** Para más detalles sobre los códigos SIC incluidos en los distintos grupos sectoriales véase la tabla 6.3 de anexo estadístico.

Fuente: Orbis. Elaboración propia.

Cuadro 8.11: Estimación del impacto de la financiarización sobre el salario
(modelo de efectos fijos, por sector económico)

	(1) NO_FINANC	(2) AGRO_EXT	(3) INDUST	(4) MANUFACT	(5) SERVIC	(6) UTILIT	(7) COMERC	(8) OT_SERVIC
L/K	7.4236***	8.0302***	10.7307***	10.2983***	6.3443***	11.9220***	6.7475***	3.9288***
	(0.7354)	(2.2548)	(2.6481)	(2.8428)	(0.7342)	(1.8520)	(1.7185)	(0.6124)
S/K	0.0222***	0.0996***	0.0365**	0.0349**	0.0174***	0.0369***	0.0115***	0.0739***
	(0.0022)	(0.0238)	(0.0112)	(0.0111)	(0.0019)	(0.0086)	(0.0016)	(0.0111)
Y/K	0.4623***	0.1852***	0.3281***	0.3198***	0.5340***	0.2358***	0.4265***	0.6310***
	(0.0208)	(0.0415)	(0.0322)	(0.0316)	(0.0299)	(0.0495)	(0.0469)	(0.0383)
B/K	-0.4557***	-0.2668***	-0.3529***	-0.3497***	-0.5131***	-0.2666***	-0.3943***	-0.6843***
	(0.0202)	(0.0420)	(0.0326)	(0.0326)	(0.0291)	(0.0536)	(0.0404)	(0.0336)
Pf/K	-0.1768***	0.6425*	-0.1590**	-0.1267*	-0.1921**	-0.0855*	-0.1720*	-0.2002
	(0.0505)	(0.2710)	(0.0573)	(0.0653)	(0.0671)	(0.0408)	(0.0763)	(0.1723)
N	25942	281	11665	10127	13962	2291	7891	3780
r2	0.6472	0.7120	0.6158	0.5967	0.6804	0.6624	0.5865	0.7947
F	434.1769	30.9191	146.2727	136.3531	348.2223	46.0471	91.8573	434.1442
pvalue	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
ll	42450.2619	562.5193	21856.6650	18869.5365	21345.7786	3859.9085	14736.9830	4918.1366

Robust standard errors in parentheses
* p<0.05, ** p<0.01, *** p<0.001

** Para más detalles sobre los códigos SIC incluidos en los distintos grupos sectoriales véase la tabla 6.3 de anexo estadístico.

Fuente: Orbis. Elaboración propia.

8.4- Análisis de la robustez del modelo de salarios y modelos alternativos

Analizamos en este apartado la robustez del modelo que hemos estimado. Proponemos además alternativas para superar los problemas de heterocedasticidad y autocorrelación detectados.

8.4.1- Análisis de la robustez del modelo

La utilización de datos de panel en nuestras estimaciones, como sabemos, suaviza los posibles problemas de heterocedasticidad y autocorrelación. No obstante, conviene aún así analizar con más detalle estos problemas dada su persistencia en el análisis microeconométrico. Utilizamos para ello la estimación finalmente seleccionada en el apartado anterior, es decir, el modelo de efectos aleatorios[109].

8.4.1-1 Homocedasticidad de los residuos

Evaluamos si la varianza de los errores de cada unidad transversal es o no constante. En caso de que no lo sea, es decir, en caso de que estemos ante un problema de heterocedasticidad de los residuos, no se cumplirían los supuestos de Gauss-Markov y por lo tanto habría que corregir dicha heterocedasticidad.

En el gráfico 8.2 representamos un gráfico de dispersión de los residuos ordenados según el tamaño de la empresa, de menor a mayor.

Gráfico 8.2: Dispersión de los residuos en el modelo de salarios
(modelo de efectos aleatorios, por tamaño de empresa)

* En el eje de abscisas se ubican las 25942 observaciones de la muestra, ordenadas por el valor de los activos totales de cada empresa en el año correspondiente a la observación. De ese modo se representan las 5297 empresas (y las 25942 observaciones) ordenadas en función de su tamaño.
Fuente: Orbis. Elaboración propia.

[109] El análisis de homocedasticidad de residuos, de multicolinealidad y de autocorrelación que se muestra a continuación se ha realizado igualmente para el modelo de efectos fijos obteniéndose resultados prácticamente idénticos.

En caso de que no existiese heterocedasticidad en la muestra el gráfico 8.2 no debería presentar ningún patrón sistemático. Sin embargo, podemos observar cómo existe una mayor acumulación de puntos a la izquierda del eje de abscisas, lo que indica que la dispersión de los residuos del modelo es mayor cuanto menor es el tamaño de la empresa. Esto evidencia un cierto grado de heterocedasticidad de los errores.

Además, cuando representamos los residuos respecto a las predicciones del modelo (tal y como se refleja en el gráfico 8.3) observamos que la nube de puntos muestra una pendiente creciente. Podemos concluir por tanto que existe heterocedasticidad en nuestra muestra.

A pesar de que los métodos gráficos no son especialmente utilizados en microeconometría debido al gran número de observaciones que suelen manejarse en este tipo de análisis (Cameron y Trivendi, 2009), la nitidez con la que en este caso apreciamos el fenómeno debería resultar concluyente. Implementamos de todas formas pruebas estadísticas de heterocedasticidad para nuestro modelo que deberían ser congruentes con lo expuesto hasta ahora.

Gráfico 8.3: Dispersión de los residuos frente a los valores ajustados en el modelo de salarios (modelo de efectos aleatorios)

Fuente: Orbis. Elaboración propia.

Tanto el test de Cook-Weisberg para el modelo agrupado como el test de Wald modificado para efectos fijos –recogidos en el cuadro 8.12– revelan que se debe rechazar la hipótesis nula de varianza constante y se debe aceptar la hipótesis alternativa de heterocedasticidad de los errores.

Cuadro 8.12: Test de heterocedasticidad para el modelo de salarios
(modelo agrupado y modelo de efectos fijos)

```
*Modelo agrupado MCO:

Cook-Weisberg (Score) tests for heteroscedasticity using fitted values of W/K
     Ho: Constant variance
         chi2(1)      =   4270.26
         Prob > chi2  =      0.0000


*Modelo de efectos fijos:

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity in fixed effect regression model
H0: sigma(i)^2 = sigma^2 for all i
chi2 (4256)  =  5.8e+35
Prob>chi2 =      0.0000
```

Fuente: Orbis. Elaboración propia.

8.4.1-2 Multicolinealidad

Evaluamos el factor de inflación de la varianza (*variance inflation factor*, VIF) y también la tolerancia para poder descartar la existencia de multicolinealidad en la muestra. El cuadro 8.13 refleja los valores de dichos indicadores.

Cuadro 8.13: Diagnóstico de colinealidad para el modelo de salarios
(modelo de efectos aleatorios)

Collinearity Diagnostics

Variable	VIF	Tolerance
L/K	2.25	0.4449
S/K	1.01	0.9935
Y/K	2.56	0.3902
B/K	1.28	0.7796
Pf/K	1.00	0.9985
Mean VIF	1.62	

Fuente: Orbis. Elaboración propia.

Observamos cómo los valores de la VIF y la tolerancia se encuentran situados respectivamente por debajo de 10 y por encima de 0,1, lo que significa que no existe multicolinealidad entre las variables explicativas del modelo.

8.4.1-3 Autocorrelación

A priori, cabría pensar que nuestro modelo se enfrentará seguramente a este problema, pues resulta altamente probable que los salarios en una empresa en el momento *t* estén fuertemente correlacionados con los salarios en el periodo $t-1$.

Así, a pesar de que algunos autores –como ya se vio en el apartado 6.5.1– consideran que en paneles de datos que presentan un elevado número de observaciones transversales (*N*) y un reducido número de observaciones temporales (*T*) no resulta prioritario analizar este problema, nosotros trataremos de evaluar su posible presencia.

En primer lugar, el análisis gráfico de los residuos vuelve a proporcionarnos una

excelente información. La representación de los residuos de nuestro modelo respecto al tiempo –gráficos 8.4 y 8.5– muestra un determinado patrón de comportamiento. En el caso del gráfico 8.4 podemos encontrar un ligero patrón de comportamiento cíclico, paralelo a la evolución del crecimiento económico durante este periodo.

Gráfico 8.4: Evolución de los residuos respecto al tiempo, 2000-2008
(modelo de salarios, efectos aleatorios)

Fuente: Orbis. Elaboración propia.

Cuando representamos los residuos en el momento t frente a los residuos en el momento $t-1$ (gráfico 8.5) observamos también –en este caso con mucha más claridad– la existencia de un patrón temporal. Cuando los residuos no son aleatorios se obtienen gráficos con pendientes positivas o negativas, lo que denota la existencia de un patrón autorregresivo. Ese es precisamente nuestro caso.

Este patrón viene dado por el hecho de que los salarios de una determinada empresa *i* en el momento *t* están muy determinados por el valor de los salarios de esa misma empresa en el momento *t-1*. Así, a diferencia de lo que sucedía con la inversión empresarial, en el caso de los salarios el valor del año anterior juega un papel explicativo muy importante para entender el valor presente. Mientras que la inversión empresarial presenta una mayor volatilidad y, por tanto, un menor componente autorregresivo, los salarios –particularmente en una economía como la francesa, con amplia cobertura de convenios colectivos y subidas salariales indiciadas con el IPC– son mucho más estables y presentan un fuerte vínculo con su valor pasado, como era de esperar.

Comprobamos también la presencia de autocorrelación mediante una prueba estadística. El diagnóstico de autocorrelación de Wooldridge recogido en el cuadro 8.14 releja la presencia de autocorrelación en nuestro modelo, debiendo descartarse por tanto la hipótesis nula de esta prueba[110].

[110] Véase el apartado 6.5.1 para más información sobre este contraste estadístico.

Gráfico 8.5: Evolución de los residuos respecto al tiempo, año a año
(modelo de salarios, efectos aleatorios)

Fuente: Orbis. Elaboración propia.

Cuadro 8.14: Diagnóstico de autocorrelación de Wooldridge para datos de panel (modelo de salarios, efectos aleatorios)

```
Linear regression                                      Number of obs =   19639
                                                       F(  5,  3709) =  121.10
                                                       Prob > F      =  0.0000
                                                       R-squared     =  0.5128
Number of clusters (id) = 3710                         Root MSE      =  .05833
------------------------------------------------------------------------------
             |               Robust
       D.W/K |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
     L/K  D1. |   7.832214   1.130504     6.93   0.000     5.615743    10.04868
     S/K  D1. |   .0267567   .0032432     8.25   0.000      .020398    .0331153
     Y/K  D1. |   .3282797   .0270999    12.11   0.000     .2751476    .3814118
     B/K  D1. |  -.3212507   .0283789   -11.32   0.000    -.3768904    -.265611
    Pf/K  D1. |  -.1620069    .068105    -2.38   0.017    -.2955338     -.02848
------------------------------------------------------------------------------
Wooldridge test for autocorrelation in panel data
H0: no first order autocorrelation
    F(  1,    3329) =     61.450
           Prob > F =      0.0000
```

Fuente: Orbis. Elaboración propia.

En este apartado hemos visto cómo el modelo estimado presenta problemas de heterocedasticidad y autocorrelación. Además de la utilización de errores estándar robustos de los coeficientes de regresión –como se ha hecho en los cuadros 8.9, 8.10 y 8.11–, podemos solucionar estos problemas tratando de modelizar la forma funcional de la heterocedasticidad y la autocorrelación.

8.4.2- Modelizando la heterocedasticidad y la autocorrelación del modelo de salarios

Como ya se explicó en el capítulo 6, la utilización de estimadores de Mínimos Cuadrados Generalizados Factibles (*Feasible Generalizad Least Squares*, FGLS) permite modelizar la forma funcional de la heterocedasticidad y la autocorrelación, corrigiéndose con ello estos problemas y garantizándose la obtención de estimaciones eficientes y precisas (Cameron y Trivendi, 2009). El método FGLS proporciona además estimaciones consistentes de los errores estándar. Remitimos al apartado 6.5.2 para una revisión más detallada de este método de estimación.

Como ya se señaló, también el método de Errores Estándar Corregidos para Panel (*Panel Corrected Standard Errors,* PCSE) es destacado por la literatura para corregir estos problemas. De nuevo, nos decantamos por la utilización del primero de los métodos señalados, si bien los resultados estimados por PCSE se presentan en las tablas 8.3 y 8.4 del anexo estadístico (pudiendo comprobarse que los resultados son muy similares).

En el modelo de inversión estimado en el capítulo 6 ofrecimos dos tipos de resultados: corrigiendo únicamente la existencia de heterocedasticidad y también controlando la presencia conjunta de este fenómeno con autocorrelación. Dada la evidente coexistencia de los dos fenómenos en el modelo de salarios no tiene sentido ofrecer resultados que no tengan en cuenta ambos problemas de forma simultánea. Estos resultados se muestran en los cuadros 8.15 y 8.16. Ambas estimaciones incluyen un término autorregresivo de orden 1 para corregir la autocorrelación detectada.

En primer lugar (cuadro 8.15) estimamos nuestro modelo para los diferentes sectores económicos; en segundo lugar (cuadro 8.16) las distintas estimaciones se corresponden con submuestras ordenadas según el tamaño de la firma. En el cuadro 8.16 el grupo 1 agrupa a las empresas de mayor tamaño y el grupo 4 a las empresas más pequeñas.

Cuadro 8.15: Estimación del impacto de la financiarización sobre los salarios
(modelo FGLS controlando para heterocedasticidad y autocorrelación, por sector económico)

	(1) NO_FINANC	(2) AGRO_EXT	(3) INDUST	(4) MANUFACT	(5) SERVIC	(6) UTILIT	(7) COMERC	(8) OT_SERVIC
L/K	4.8902***	9.3519***	15.1868***	14.7661***	2.9484***	16.8991***	6.2063***	1.3927***
	(0.0383)	(1.0883)	(0.1242)	(0.1154)	(0.0453)	(0.2987)	(0.0799)	(0.0735)
S/K	0.0004***	0.0811***	0.0113***	0.0119***	0.0003***	0.0158***	0.0016***	0.0206***
	(0.0001)	(0.0074)	(0.0004)	(0.0004)	(0.0001)	(0.0008)	(0.0000)	(0.0013)
Y/K	0.7581***	0.1542***	0.4429***	0.4240***	0.8479***	0.3721***	0.6850***	0.9011***
	(0.0018)	(0.0162)	(0.0036)	(0.0038)	(0.0023)	(0.0091)	(0.0040)	(0.0040)
B/K	-0.6764***	-0.2155***	-0.4065***	-0.3922***	-0.7540***	-0.3671***	-0.5656***	-0.8625***
	(0.0013)	(0.0212)	(0.0036)	(0.0039)	(0.0026)	(0.0096)	(0.0041)	(0.0052)
Pf/K	-0.2887***	0.1373	-0.1297***	-0.0592***	-0.3022***	-0.2087***	-0.2755***	-0.1500***
	(0.0039)	(0.0774)	(0.0107)	(0.0096)	(0.0071)	(0.0162)	(0.0097)	(0.0175)
N	25515	276	11530	10012	13685	2253	7756	3676
ll	60755.5910	642.2326	28344.3687	24293.3792	33251.1583	5438.8854	20795.3245	7351.4052

Standard errors in parentheses
* p<0.05, ** p<0.01, *** p<0.001

* El modelo incluye un término autorregresivo de orden 1 AR(1)
** Para más detalles sobre los códigos SIC incluidos en los distintos grupos sectoriales véase la tabla 6.3 de anexo estadístico.

Fuente: Orbis. Elaboración propia.

Cuadro 8.16: Estimación del impacto de la financiarización sobre los salarios
(modelo FGLS controlando para heterocedasticidad y autocorrelación, por tamaño empresarial)

	(1) GRUPO_1	(2) GRUPO_2	(3) GRUPO_3	(4) GRUPO_4
L/K	11.8434***	8.1425***	3.6400***	2.3229***
	(0.1314)	(0.0813)	(0.0289)	(0.0491)
S/K	0.0113***	0.0044***	-0.0012***	-0.0019***
	(0.0003)	(0.0002)	(0.0001)	(0.0001)
Y/K	0.4729***	0.6710***	0.8488***	0.8664***
	(0.0044)	(0.0036)	(0.0010)	(0.0023)
B/K	-0.3722***	-0.5741***	-0.7950***	-0.7336***
	(0.0042)	(0.0042)	(0.0010)	(0.0025)
Pf/K	-0.1065***	-0.1660***	-0.2770***	-0.2530***
	(0.0099)	(0.0063)	(0.0033)	(0.0040)
N	4753	7641	5742	6379
ll	12653.8985	19821.6300	15885.4912	15367.0475

Standard errors in parentheses
* p<0.05, ** p<0.01, *** p<0.001

* El modelo incluye un término autorregresivo de orden 1 AR(1)
**GRUPO 1: activos totales superiores a 300 millones de euros. GRUPO 2: activos totales entre 100 y 300 millones de euros. GRUPO 3: activos totales entre 50 y 100 millones de euros. GRUPO 4: activos totales inferiores a 50 millones de euros.

Fuente: Orbis. Elaboración propia.

8.5- Discusión de los resultados

En los apartados anteriores hemos estimado el impacto que sobre los salarios franceses ha tenido la recuperación de la rentabilidad empresarial así como el incremento de los pagos de las empresas a los mercados financieros. Pasamos a continuación a discutir los principales resultados obtenidos en dicha estimación.

Lo primero que cabe destacar es que se confirman nuestras hipótesis de partida: los coeficientes de la rentabilidad empresarial y la punción financiera presentan valores negativos y significativos, evidenciándose su relación inversa con el salario. El proceso de financiarización de las estrategias empresariales ha llevado a que, al menos entre 2000 y 2008, el ajuste salarial haya alimentado la rentabilidad y los pagos a los mercados financieros. Así, aquellas empresas –y aquellos años– en los que la rentabilidad obtenida y distribuida a los mercados financieros ha sido mayor, las retribuciones relativas de los trabajadores han sido menores.

Esta conclusión se mantiene en las estimaciones iniciales –tanto con efectos fijos como con efectos aleatorios (cuadros 8.9, 8.10 y 8.11)– y en las estimaciones finales que corrigen la heterocedasticidad y la autocorrelación (cuadros 8.15 y 8.16)[111]. Las distintas estimaciones realizadas tienen por tanto un alto grado de coherencia y similitud entre sí, aunque lógicamente los errores estándar disminuyen con la corrección.

[111] Como se puede comprobar en las tablas 8.3 y 8.4 del anexo estadístico, si en lugar de haberse optado por una estimación de tipo FGLS, hubiésemos decidido solucionar los problemas de heterocedasticidad y autocorrelación mediante una estimación de Errores Estándar Corregidos para Panel (PCSE), los resultados obtenidos hubiesen sido análogos a los aquí expuestos.

Podemos ilustrar gráficamente esta conclusión en los gráficos 8.6 y 8.7, en los que se representan las regresiones parciales de la rentabilidad y de la punción financiera con relación al salario[112]. Podemos comprobar cómo la pendiente de la recta de regresión es, en ambos casos, negativa.

Gráfico 8.6: Regresión parcial de la rentabilidad empresarial (*B/K*) sobre el salario (*W/K*), sector no financiero, 2000-2008 (modelo agrupado MCO)

Fuente: Orbis. Elaboración propia

Gráfico 8.7: Regresión parcial de la punción financiera (*Pf/K*) sobre el salario (*W/K*), sector no financiero, 2000-2008 (modelo agrupado MCO)

Fuente: Orbis. Elaboración propia

[112] Las regresiones de cada una de las dos variables representadas en los gráficos 8.6 y 8.7 se corresponden con las regresiones parciales del modelo estimado ajustadas para el resto de variables. En estos gráficos la recta de regresión tiene la misma pendiente que el coeficiente de la estimación MCO.

Por otro lado, los coeficientes de dos de las variables de control –tamaño (*L/K*) y productividad (*Y/K*)– cumplen también las hipótesis de partida: ambos presentan valores claramente positivos y significativos. Como cabía esperar, el salario depende positivamente del nivel de empleo (dado que empresas con plantillas más grandes tienen más capacidad de negociación) y de la eficiencia de la firma.

Resulta interesante analizar el valor del coeficiente de la competitividad (*S/K*). Recordemos que no habíamos establecido ninguna hipótesis clara sobre el posible signo de esta variable, dado que su relación con el salario es –al menos en teoría– contradictoria. Los resultados de nuestro análisis, tal y como se puede observar en los cuadros 8.15 y 8.16, parecen confirmar esta valoración: si bien el coeficiente tiene signo positivo y es significativo para todos los sectores económicos, su influencia sobre el salario es bastante limitada. Además, su valor es positivo únicamente para las empresas de mayor tamaño (grupos 1 y 2), siendo negativo en las de menor tamaño (grupos 3 y 4), donde la competitividad empresarial parece descansar sobre la contención salarial.

Cuando detallamos los resultados de nuestras estimaciones para distintos sectores económicos (cuadro 8.15), podemos observar cómo se mantienen las principales conclusiones de nuestro análisis. Los coeficientes asociados a las variables *proxy* del fenómeno de la financiarización presentan valores negativos tanto para el sector industrial (grupo 3, INDUST) como para el sector servicios (grupo 5, SERVIC), con mayor intensidad en este último caso.

Dentro del sector industrial podemos comprobar cómo los efectos regresivos de la financiarización sobre el salario se mantienen cuando restringimos nuestro análisis al sector manufacturero (grupo 4, MANUFACT). En el sector servicios, podemos observar cómo nuestras hipótesis se contrastan también para los subsectores de *utilities* (grupo 6, UTILIT), comercial (grupo 7, COMERC) y de "otros servicios" (grupo 8, OT_SERVIC), aunque con ciertas diferencias en el valor del coeficiente asociado a la rentabilidad.

El único sector en el que no se contrastan plenamente nuestras hipótesis es el sector agro-extractivo (grupo 2, AGRO-EXT, que contiene a las empresas con códigos SIC entre 0100 y 1499). Cómo podemos ver en el cuadro 8.15, en este sector el signo del coeficiente asociado a la rentabilidad sigue siendo negativo (aunque de menor valor que en el resto de sectores); sin embargo, el coeficiente asociado a la punción financiera no es estadísticamente significativo[113].

Para finalizar, analizamos las estimaciones obtenidas en función del tamaño empresarial. Podemos observar en el cuadro 8.16 cómo los coeficientes que evalúan el impacto de la financiarización sobre el salario son negativos y ampliamente significativos para los cuatro grupos analizados. Sin embargo, observamos también cómo el valor de éstos coeficientes es algo menor en los grupos que contienen empresas de mayor tamaño (grupos 1 y 2). Esta menor repercusión puede obedecer a tres fenómenos, que amortiguarían el ajuste salarial en las empresas de mayor tamaño.

En primer lugar, las empresas de mayor tamaño tienen acceso a rentas monopolísticas

[113] Los motivos por los que en este sector no se contrastan nuestras hipótesis pueden ser varios. El número de observaciones muestrales con el que se lleva a cabo la estimación para el sector agro-extractivo es de únicamente 276, muy inferior al del resto de sectores. Sin embargo, más allá del efecto estadístico, todo parece indicar que las peculiares características asociadas al sector extractivo francés pueden estar determinando estos resultados: el mayor margen de maniobra existente en este sector fruto del acceso privilegiado de muy pocas empresas a rentas monopolísticas, permitiría que el ajuste salarial se implemente con menos dureza.

derivadas de su posición de mercado, lo que podría implicar una menor necesidad de comprimir los salarios para impulsar la rentabilidad empresarial y atender los pagos a los mercados financieros. En segundo lugar, las empresas de mayor tamaño constituyen espacios de negociación salarial más sólidos para los trabajadores, dificultándose con ello el desplazamiento de las exigencias de rentabilidad hacia el salario. Por último, las empresas de los grupos 1 y 2 desarrollan activamente planes de remuneración de sus directivos mediante *stock options* (incluidos en los "costes laborales" de las empresas), lo que estadísticamente se traduce en un impacto menos regresivo de la financiarización sobre el salario[114].

RESUMEN

En el capítulo 8 hemos tratado de contrastar una de las hipótesis centrales de nuestra investigación, recogida en el apartado 1.3 con la siguiente forma:

> *"La financiarización de las estrategias empresariales ha actuado como mecanismo de ajuste sobre la masa salarial, impulsando una recuperación de la rentabilidad que se ha levantado sobre la base de una notable congelación salarial".*

Para contrastar esta hipótesis hemos desarrollado un modelo econométrico de efectos aleatorios que relaciona la evolución del salario con dos variables que pretenden aproximar el fenómeno de la financiarización: la rentabilidad y los pagos realizados por las empresas a los accionistas y rentistas. Nuestras estimaciones nos han permitido comprobar cómo estas dos variables proxy presentan una relación inversa y significativa con el salario. Además, dicha relación no sólo se ha puesto de manifiesto para el conjunto de empresas no financieras, sino que también se ha contrastado en los distintos sectores económicos (incluyendo el sector industrial y el sector manufacturero).

Los controles realizados sobre el modelo para corregir la heterocedasticidad y la autocorrelación detectadas no han modificado estas conclusiones.

[114] No obstante, no debe perderse de vista que la remuneración mediante *stock options*, aunque pueda suponer un monto lo suficientemente importante como para alterar las estimaciones realizadas, apenas es percibida por una minoría de directivos.

Capítulo 9 Conclusiones

9.1- Principales conclusiones de la Tesis

9.2- Respuestas a las hipótesis iniciales

9.3- Una última consideración: a propósito de la crisis

Cuando iniciamos esta investigación nos planteamos cuatro objetivos generales. Estos eran los siguientes:

1) Analizar el papel que juega el fenómeno de la financiarización en el proceso de acumulación, prestando especial atención a la reinversión del excedente generado por las sociedades no financieras.

2) Determinar el impacto del proceso de financiarización sobre las estrategias de reestructuración empresarial.

3) Contrastar la influencia que la financiarización de las estrategias de las sociedades no financieras ha tenido sobre la masa salarial.

4) Identificar las consecuencias que el proceso de financiarización de las estrategias empresariales ha tenido en términos distributivos, analizando los beneficios de dicho proceso para los distintos sujetos sociales y fracciones de clase que confluyen en el perímetro de la empresa.

A lo largo de los ocho capítulos anteriores hemos ido cubriendo estos cuatro objetivos, lo que nos ha permitido alcanzar una serie de resultados de los que damos cuenta con detalle en este capítulo de conclusiones.

Este capítulo tiene un doble objetivo: en primer lugar, presentar las conclusiones más relevantes de nuestra investigación (apartado 9.1) y, en segundo lugar, confrontar dichas conclusiones con las cinco hipótesis inicialmente planteadas (apartado 9.2).

9.1- Principales conclusiones de la Tesis

Antes de confrontar los resultados de nuestra investigación con las hipótesis inicialmente planteadas consideramos oportuno presentar de forma conjunta –en el mismo orden en el que se han ido obteniendo– las principales conclusiones de nuestro trabajo. De este modo intentamos proporcionar una panorámica general de la investigación que facilite su comprensión global.

1.- La financiarización de la economía mundial

- La profunda crisis que vive la economía mundial durante la década de 1970 genera las condiciones para el surgimiento de una nueva etapa en el desarrollo capitalista: el despliegue de las medidas neoliberales –liberalización, privatización y apertura externa de las economías– impulsa a partir de la década de 1980 el proceso de financiarización de las economías de la OCDE.
- Este nuevo contexto internacional se caracteriza por la primacía de los criterios de valorización financiera sobre el conjunto de la dinámica económica. Así, las medidas neoliberales posibilitan el resurgimiento del capital financiero y el predominio de sus intereses.
- A partir de 1980 se produce una espectacular expansión de la liquidez de los mercados financieros internacionales, que se ve acompañada del desarrollo de nuevos mercados así como de productos financieros cada vez más complejos.
- Simultáneamente, el proceso de financiarización se traduce en una creciente desconexión entre los activos financieros y los fundamentos de la actividad

productiva (es decir, la acumulación de valores financieros presenta un carácter crecientemente ficticio).

- Aparecen nuevos agentes financieros –los inversores institucionales (fondos de inversión, fondos de pensiones, compañías de seguros, *hedge funds*, etc.)– que se unen a aquellos que tradicionalmente componían el núcleo duro del capital financiero internacional (banca comercial y banca de inversión). Los inversores institucionales son nuevos agentes administradores del ahorro colectivo que pasan a gestionar enormes cantidades de activos, superiores varias veces al PIB de los principales países desarrollados.
- Los inversores financieros –gracias al poder que les otorga la liquidez de los mercados financieros internacionales– imponen el llamado gobierno corporativo en aquellas empresas en las que tienen participaciones. Esta nueva forma de gestión empresarial determina una importante transformación en las estrategias de las empresas no financieras a partir de la década de 1990: primacía de la valorización financiera (maximización del valor accionarial), política de distribución estable y generosa de dividendos, ausencia de medidas anti-OPA, nuevo modelo de estrategia industrial y comercial, garantía de derechos de voto de accionistas minoritarios extranjeros, remuneración de directivos mediante *stock options*, etc.

2.- Transformación de la inserción financiera francesa en la economía mundial y nueva geografía del capital

- La aplicación en Francia de las contrarreformas neoliberales a partir de 1984-85 se traduce en una generalizada liberalización y desreglamentación de los distintos mercados de la economía. Estas medidas transforman la inserción financiera francesa en la economía mundial.
- En particular, la liberalización de los mercados financieros franceses, la privatización de las empresas públicas y la apertura externa de la economía conlleva que –especialmente a partir de la década de 1990– se produzca una intensa entrada de capital extranjero en el país.
- La intensa entrada de capital extranjero en la economía francesa –notablemente superior a la experimentada por otros países de la OCDE– determina una nueva geografía del capital: los inversores financieros (especialmente los institucionales) pasan a tener un enorme peso en el capital accionarial de las empresas francesas.
- La formidable presencia que alcanzan los inversores institucionales –particularmente los anglosajones– en el capital de las firmas francesas conlleva una significativa modificación de las estrategias de éstas, extendiéndose los criterios propios del gobierno corporativo de la empresa.

3.- Financiarización de las estrategias de inversión de las sociedades no financieras

- A lo largo de las últimas décadas las fuentes de financiación de las sociedades no financieras francesas se han alterado sustancialmente. Estas empresas han disminuido significativamente su endeudamiento bancario, incrementando su autofinanciación así como los fondos captados en los mercados de capitales (emisiones de deuda y acciones).
- Este paso de una “economía de endeudamiento” a una “economía de fondos propios” no se ha traducido en un fortalecimiento de la inversión empresarial. Bien al

contrario, la tasa de crecimiento de la formación bruta de capital fijo se ha reducido con relación al periodo de 1945-1979 y, con ello, la tasa de acumulación.

- Esto se debe fundamentalmente a que las empresas se han visto obligadas a distribuir a los mercados financieros una parte creciente de los beneficios generados, dada la capacidad de presión que la liberalización y la liquidez ha otorgado a los inversores financieros. Los flujos netos pagados a los mercados financieros han tomado la forma de intereses abonados hasta mediados de la década de 1990, y de dividendos distribuidos y recompras de acciones a partir de ese momento.
- Además, otro factor que ha determinado las menores tasas de inversión es el creciente desplazamiento de las inversiones empresariales hacia la compra de activos financieros, de mayor rentabilidad que los activos fijos en un contexto de intensa financiarización.
- A pesar de este incremento del beneficio no invertido las sociedades no financieras han podido restablecer su rentabilidad tras la crisis de los años setenta. Se constata con ello una notable desconexión entre la tasa de beneficios y la tasa de acumulación en el marco de la economía francesa.
- Diversos elementos están en la base de dicha recuperación de la rentabilidad, como las posibilidades de apalancamiento financiero y los ingresos derivados de la tenencia de títulos financieros.

4.- Financiarización y reestructuraciones empresariales

- Con el objetivo de cumplir con los umbrales de rentabilidad marcados por los mercados de capitales, las empresas francesas han desarrollado durante los últimos quince años procesos de reestructuración a gran escala. El curso de estas reestructuraciones empresariales ha estado dirigido por las prioridades de los inversores financieros.
- La rápida liberalización financiera y la entrada de los inversores institucionales en el capital accionarial de las grandes empresas se ha traducido en una apuesta de éstas por la refocalización de su actividad en torno a una serie de competencias bien definidas, la externalización de sus actividades secundarias y el crecimiento externo –vía fusiones y adquisiciones–.
- Las estrategias empresariales se inscriben por tanto en la lógica general de “disminuir y distribuir”, basada en el reparto de dividendos frente a su acumulación en forma de formación bruta de capital fijo, y en aumentar la rentabilidad disminuyendo el activo y desinvirtiendo en líneas de negocio secundarias. Cuando las grandes empresas han acometido procesos de expansión lo han hecho fundamentalmente a través del crecimiento externo, y no mediante la expansión productiva de la empresa.

5.- Los efectos de la financiarización sobre la masa salarial en el marco de las sociedades no financieras

- La contribución neta de la esfera financiera a la financiación de la inversión productiva de las empresas francesas ha sido muy limitada a lo largo de estas últimas décadas. Según la propia lógica de la financiarización, las empresas emiten títulos (acciones, obligaciones, derivados, etc.) para comprar otros títulos pero esta actividad apenas contribuye a la financiación real de la formación bruta de capital fijo. Las finanzas se financian a sí mismas, pero no financian la inversión productiva ni la

creación de empleo.

- El desacople existente entre beneficio e inversión es un factor explicativo esencial para entender la ralentización de la creación de empleo en Francia a partir de la década de 1980. Así, el incremento del beneficio no invertido ha colaborado en la reducción de la formación bruta de capital fijo de las sociedades no financieras y, con ello, en la paralela disminución del ritmo de creación de empleo.
- Las estrategias de refocalización, desinversión y externalización han desarticulado los mercados internos de trabajo de las empresas, colaborando en la fragmentación del mundo del trabajo en distintas categorías.
- La generalización de los planes de participación sobre beneficios y sobre acciones, impulsados por el gobierno corporativo de la empresa, ha comportado una creciente diversidad e individualización de los ingresos de los asalariados, así como una progresiva dispersión de sus intereses colectivos.
- Las crecientes exigencias de rentabilidad de los inversores financieros han reforzado las presiones para que los incrementos de productividad se garanticen mediante el control de los costes laborales.
- El desarrollo conjunto de estos procesos –incremento del desempleo, desarticulación de los mercados internos de trabajo, generalización de la participación financiera y creciente presión sobre los costes laborales– ha conllevado una menor capacidad de negociación y una mayor fragilidad de los asalariados frente a las empresas. Esta menor capacidad de negociación ha colaborado a su vez en la contención salarial experimentada por los trabajadores franceses durante las últimas décadas.
- La recuperación de la rentabilidad empresarial y la masiva distribución de los beneficios a los mercados financieros ha sido posible gracias a esta contención de la masa salarial, que ha retrocedido en términos relativos.
- Estos factores han influido en una enorme transformación del patrón de distribución de la renta: el retroceso de la masa salarial ha posibilitado una fabulosa restauración del rentismo financiero (entendido éste como el conjunto de ingresos captados por las instituciones financieras y por los propietarios de activos financieros).
- El capital financiero –aquella fracción de la clase superior que centraliza las masas de dinero potencialmente movilizables como capital, unifica mediante la liquidez de los títulos financieros las distintas categorías del capital y jerarquiza dichas categorías poniéndolas bajo su mando– ha pasado a ser con todo ello la fracción directora del proceso de acumulación en la economía francesa.

9.2- Respuestas a las hipótesis iniciales

En el primer capítulo de esta Tesis se formularon cinco hipótesis, que han guiado nuestro trabajo hasta este punto. Pasamos a continuación a comprobar en qué medida dichas hipótesis han tenido respuesta en el curso de la investigación.

Hipótesis 1:

"El proceso de financiarización experimentado por la economía francesa se ha traducido en una menor reinversión del beneficio en las sociedades no financieras. Esta menor reinversión del beneficio ha conllevado una ralentización en el crecimiento de la formación bruta de capital fijo de estas sociedades, dado que la disminución en la reinversión no ha sido compensada con financiación neta proveniente de los

mercados financieros".

La investigación confirma que la modificación de las estrategias empresariales, como consecuencia de la liberalización y apertura de los mercados financieros franceses, ha colaborado en una menor tasa de crecimiento de la formación bruta de capital fijo de las sociedades no financieras. El incremento en el pago de intereses y, especialmente, los mayores pagos a los mercados financieros en forma de dividendos distribuidos y recompras de acciones han reducido la proporción del beneficio reinvertido en la empresa. Además, una parte creciente de las inversiones empresariales se ha desplazado hacia activos financieros, lo que también ha colaborado en esa reducción de la inversión en capital fijo.

La transformación de las fuentes de financiación de las sociedades no financieras (pérdida de peso del endeudamiento bancario y aumento de la financiación captada directamente en los mercados financieros) no ha podido revertir dicha ralentización de la inversión, en la medida en que los mercados de capitales no han contribuido a la financiación neta de las empresas: las emisiones de acciones y obligaciones que han llevado a cabo las empresas se han cancelado con la compra de títulos análogos. Las finanzas se han financiado por tanto a sí mismas, pero no han financiado la actividad productiva.

Hipótesis 2:

"El proceso de financiarización experimentado por la economía francesa se ha traducido en una fuerte presión por parte de los mercados financieros hacia las sociedades no financieras para que éstas reestructuren su perímetro empresarial".

La investigación revela que, en efecto, el proceso de financiarización de la economía francesa se ha traducido a su vez en la propia financiarización de las estrategias empresariales. Dichas estrategias se han diseñado siguiendo los intereses de los inversores financieros, dada la capacidad que la liquidez de los mercados otorga a dichos agentes para acometer operaciones de castigo frente a aquellas empresas que no atiendan sus requerimientos.

Además de una política estable de distribución de dividendos, entre estos requerimientos destaca la presión para que las empresas se refocalicen sobre aquellas actividades que generan mayor valor añadido, externalizando el resto de líneas secundarias. Los inversores financieros han presionado además para que estas estrategias de desinversión garanticen simultáneamente la consolidación de posiciones de liderazgo en líneas de negocio bien definidas, impulsando una intensa oleada de fusiones y adquisiciones en el tejido productivo francés desde mediados de la década de 1990.

Hipótesis 3:

"La financiarización de las estrategias empresariales –con sus consecuencias en términos de ralentización de la formación bruta de capital fijo y de reestructuración del perímetro empresarial– ha contribuido al deterioro de la capacidad de negociación de los asalariados, lo que ha colaborado a su vez a la ralentización del crecimiento de la masa salarial".

A lo largo de la investigación hemos comprobado cómo, en efecto, la progresiva

modificación de las estrategias empresariales que ha tenido lugar en las empresas galas ha contribuido al deterioro de la capacidad de negociación de los asalariados.

En primer lugar, el incremento del beneficio no invertido ha determinado un menor ritmo de creación de empleo en las empresas, colaborando así en el mantenimiento de un elevado desempleo que le ha restado poder contractual al mundo del trabajo.

En segundo lugar, las estrategias de refocalización y externalización han desarticulado los mercados internos de trabajo de las empresas, propiciando una mayor fragmentación de categorías y estatutos laborales y, con ello, una menor capacidad de negociación.

A la influencia de estos dos factores sobre la capacidad de negociación del trabajo se le han sumado también otros dos elementos que a priori no contemplábamos.

La extensión de los planes de participación financiera –en beneficios y en acciones– ha determinado que una parte del salario de muchos trabajadores tenga un componente variable, incrementándose con ello la diversidad e individualización de los ingresos de los asalariados. Aunque la proporción de dichos ingresos sobre el salario total de los trabajadores es limitada, su impacto en términos de desarticulación de la capacidad negociadora no debe ser despreciado.

Finalmente, las propias exigencias de rentabilidad de los inversores financieros se han canalizado en forma de intensas presiones sobre la masa salarial para garantizar incrementos de productividad restringiendo los costes laborales.

Todos estos elementos han convergido entre sí debilitando el poder negociador del mundo del trabajo y contribuyendo con ello a la ralentización del crecimiento salarial.

Hipótesis 4:

> *"La financiarización de las estrategias empresariales ha actuado como mecanismo de ajuste sobre la masa salarial, impulsando una recuperación de la rentabilidad que se ha apoyado en una notable congelación de los salarios".*

La investigación confirma que la recuperación de la tasa de beneficios en las sociedades no financieras y la masiva distribución de estos beneficios a los mercados financieros han sido posibles gracias al retroceso relativo experimentado por la masa salarial con relación al valor añadido creado por las empresas.

La desreglamentación financiera ha creado por tanto instrumentos económicos –como la liquidez de los mercados financieros y la plena libertad de los movimientos de capitales en dichos mercados– que han acrecentado la capacidad de presión del capital frente al trabajo, recomponiéndose con ello la propia correlación de fuerzas entre las distintas clases sociales.

Hipótesis 5:

> *"El proceso de financiarización experimentado por la economía francesa y la transformación de las estrategias empresariales asociada a dicho proceso han conllevado una intensa transferencia de rentas hacia el capital financiero, así como un reforzamiento de la capacidad de dicha fracción de clase para dirigir el proceso de acumulación en beneficio propio".*

Finalmente, la investigación ha permitido contrastar cómo la dinámica experimentada por las empresas no financieras ha determinado un nuevo patrón de distribución de la renta en

Francia. Este patrón se caracteriza por el hecho de que el retroceso experimentado por las rentas salariales en proporción a la renta nacional, junto con el descenso de la tasa de inversión de las empresas no financieras, han posibilitado una intensa restauración del rentismo financiero.

De este modo, la investigación ha revelado cómo el capital financiero ha conseguido –gracias a los instrumentos que el proceso de liberalización ha puesto en su mano– alterar en beneficio propio la correlación de fuerzas entre las distintas clases sociales al interior de las sociedades no financieras, reforzando con ello sus intereses en dicho ámbito y, por extensión, en el conjunto de la economía. En definitiva, hemos podido contrastar cómo durante las últimas décadas los criterios de la valorización financiera han sido los que han guiado el proceso de acumulación en Francia.

9.3- Una última consideración: a propósito de la crisis

La restitución del poder de las finanzas –consagrada gracias a la implementación de las contrarreformas neoliberales durante las últimas décadas– ha posibilitado como hemos visto en esta investigación que los criterios de valorización financiera hayan guiado el proceso de acumulación. Dicha realidad no se limita únicamente a la economía francesa, sino que abarca al conjunto de las economías desarrolladas.

Aunque en nuestra investigación nos hemos autolimitado expresamente, manteniéndonos al margen de la crisis económica internacional que estalla a finales de 2007, no podemos dejar de hacer una última referencia en este sentido dada la íntima conexión que existe entre nuestro objeto de estudio y la genealogía de la crisis.

Tal y como se pudo ver en el capítulo 2, el intenso proceso de financiarización que ha atravesado la economía mundial durante estas últimas décadas ha conllevado una creciente disociación entre la esfera productiva y la esfera financiera. La expansión de los flujos y títulos financieros ha progresado mucho más rápidamente que el crecimiento de las variables fundamentales de la actividad productiva (como el PIB, la productividad, el empleo, la IED, etc.).

La continua acumulación de capital ficticio ha sido una realidad del periodo neoliberal, dando lugar a sucesivas y crecientes burbujas financieras y a una enorme sobrevaloración de los activos. Así, éstos han pasado a tener –en general– un valor nominal muy superior a su valor real (siendo este último equivalente a la suma de los pagos futuros derivados de la tenencia de dichos activos).

No obstante, el divorcio entre el ámbito financiero y el productivo nunca puede llegar a completarse ni es sostenible en el tiempo: el fuerte crecimiento de las cotizaciones bursátiles no puede progresar indefinidamente si no está respaldado por incrementos en la productividad y los beneficios reales de las sociedades, del mismo modo que el continuo incremento de la deuda no puede mantenerse si no crecen los ingresos de las empresas y los hogares endeudados. Las dificultades de valorización del capital en la esfera productiva no permiten por tanto que el “atajo” de la valorización financiera pueda operar *sine die*.

De este modo, la formidable acumulación de capital ficticio experimentada por la economía mundial desde la década de 1980 ha ido generando sucesivos colapsos bursátiles y económicos (entre otros, el *crash* de los bonos basura en 1987, el de las empresas punto.com en 2001 y, el más intenso, el de octubre de 2007).

Frente a estas dificultades del proceso de acumulación, y con el objetivo de que la desvalorización del capital ficticio no se consume y los títulos de acreedores y accionistas garanticen derechos de cobro efectivos, se redobla la implementación de las medidas que precisamente nos han traído hasta aquí: desreglamentación generalizada, nuevas

privatizaciones, sucesivos recortes del gasto público, etc.

La crisis financiera y las medidas que se imponen con su excusa elevan por tanto hasta el paroxismo el proceso de financiarización. Este proceso suministra los instrumentos económicos que dan continuidad a la intensa recomposición social en curso, encaminada a garantizar, sea como sea, el sostenimiento de la dinámica de valorización financiera. Así, asistimos hoy día en Europa a la batalla social que decidirá qué clase social carga con el peso de la deuda y de los activos tóxicos.

Las contrarreformas neoliberales que los gobiernos europeos, las instituciones de Bruselas y los organismos financieros internacionales empujan desde el estallido de la crisis no hacen sino atender a los intereses del capital financiero internacional. Éste, liberado de sus ataduras del periodo de posguerra, determina la dinámica macroeconómica de los distintos países, las políticas públicas, las reestructuraciones del mercado de trabajo, etc. Así, los derechos laborales y sociales conquistados en Europa durante décadas de lucha del movimiento obrero organizado enfrentan una durísima ofensiva que pretende, en última instancia, su supresión. Con todo ello no sólo está en juego el sostenimiento de las condiciones de vida de la mayoría de la población en Francia y en el resto de Europa, sino las condiciones mismas que han posibilitado la construcción de sociedades democráticas en el viejo continente.

Tabla 2.1: Principales 50 inversores mundiales (% propiedad accionarial total)

Ranking	Nombre del inversor	País de origen	Código CNAE	Control accionarial total acumulado(%)
1	BARCLAYS PLC	GB	6512	4,05
2	CAPITAL GROUP COMPANIES INC	US	6713	6,66
3	FMR CORP	US	6713	8,94
4	AXA	FR	6712	11,21
5	STATE STREET CORPORATION	US	6713	13,02
6	JPMORGAN CHASE & CO.	US	6512	14,55
7	LEGAL & GENERAL GROUP PLC	GB	6603	16,02
8	VANGUARD GROUP, INC.	US	7415	17,25
9	UBS AG	CH	6512	18,46
10	MERRILL LYNCH & CO.	US	6712	19,45
11	WELLINGTON MANAGEMENT CO.	US	6713	20,33
12	DEUTSCHE BANK AG	DE	6512	21,17
13	FRANKLIN RESOURCES, INC.	US	6512	21,99
14	CREDIT SUISSE GROUP	CH	6512	22,81
15	WALTON ENTERPRISES LLC	US	2923	23,56
16	BANK OF NEW YORK MELLON CORP.	US	6512	24,28
17	NATIXIS	FR	6512	24,98
18	GOLDMAN SACHS GROUP, INC.	US	6712	25,64
19	T. ROWE PRICE GROUP, INC.	US	6713	26,29
20	LEGG MASON, INC.	US	6712	26,92
21	MORGAN STANLEY	US	6712	27,56
22	MITSUBISHI UFJ FINANCIAL GROUP, INC.	JP	6512	28,16
23	NORTHERN TRUST CORPORATION	US	6512	28,72
24	SOCIE TE GENERALE	FR	6512	29,26
25	BANK OF AMERICA CORPORATION	US	6512	29,79
26	LLOYDS TSB GROUP PLC	GB	6512	30,30
27	INVESCO PLC	GB	6523	30,82
28	ALLIANZ SE	DE	7415	31,32
29	TIAA	US	6601	32,24
30	OLD MUTUAL PUBLIC LIMITED COMPANY	GB	6601	32,69
31	AVIVA PLC	GB	6601	33,14
32	SCHRODERS PLC	GB	6712	33,57
33	DODGE & COX	US	7415	34,00
34	LEHMAN BROTHERS HOLDINGS, INC.	US	6712	34,43
35	SUN LIFE FINANCIAL, INC.	CA	6601	34,82
36	STANDARD LIFE PLC	GB	6601	35,20
37	CNCE	FR	6512	35,57
38	NOMURA HOLDINGS, INC.	JP	6512	35,92
39	THE DEPOSITORY TRUST COMPANY	US	6512	36,28
40	MASSACHUSETTS MUTUAL LIFE INSUR.	US	6601	36,63
41	ING GROEP N.V.	NL	6603	36,96
42	BRANDES INVESTMENT PARTNERS, L.P.	US	6713	37,29
43	UNICREDITO ITALIANO SPA	IT	6512	37,61
44	DEPOSIT INSURANCE CORPORATION OF JP	JP	6511	37,93
45	VERENIGING AEGON	NL	6512	38,25
46	BNP PARIBAS	FR	6512	38,56
47	AFFILIATED MANAGERS GROUP, INC.	US	6713	38,88
48	RESONA HOLDINGS, INC.	JP	6512	39,18
49	CAPITAL GROUP INTERNATIONAL, INC.	US	7414	39,48
50	CHINA PETROCHEMICAL GROUP CO.	CN	6511	39,78

* Propiedad accionarial de una muestra de 43060 empresas transnacionales seleccionada a partir de la base de datos Orbis.

Fuente: Viteli *et al.* (2011: 17, anexo estadístico)

Tabla 3.1: Estructura detallada del accionariado de las principales empresas francesas, 2008 (70 principales empresas por volumen de facturación)

Empresa	Estado	Directivos / Empleados	Familiar	Compañías no financieras	Bancos	Compañías de seguros	Fondos inver. y pensiones	Private Equity firms	Otras comp. financieras	Accionariado disperso	Autocartera
ACCOR	6,1	2,4	7,6	16,5	35,1	4,3	10,9	14,8	1,7	0,6	0,0
AEROPORTS DE PARIS (A.D.P.)	0,5	2,3	0,0	61,7	5,8	0,8	0,3	0,0	0,0	28,6	0,0
AIR FRANCE-KLM (AIR FRANCE)	13,0	6,8	0,0	2,1	20,7	9,1	7,7	6,6	6,1	27,3	0,7
ALCATEL - LUCENT	2,7	0,7	0,0	13,5	18,3	1,6	17,2	14,8	2,6	27,3	1,4
BIC SA	0,6	0,0	37,2	21,1	10,1	0,2	1,8	0,4	25,6	3,0	0,0
BOUYGUES	1,0	0,0	0,2	26,1	9,9	2,3	21,9	12,5	5,4	20,8	0,0
BULL	0,3	0,7	0,0	7,0	19,9	0,1	6,1	22,8	0,5	42,6	0,0
CANAL PLUS	1,4	0,0	3,1	52,8	26,6	2,9	5,7	3,0	4,4	0,0	0,0
CAP GEMINI	1,3	0,0	2,8	3,5	30,2	4,0	5,1	14,7	1,0	34,2	0,0
CARREFOUR	1,5	3,2	1,7	4,2	12,2	2,1	13,5	2,9	1,1	56,6	0,8
CASINO GUICHARD PERRACHON	0,3	0,0	0,0	6,2	6,1	1,7	2,8	54,1	0,6	26,6	1,7
CIMENTS FRANCAIS (C.F.)	0,1	0,0	0,0	42,9	2,1	0,7	42,6	0,1	0,0	10,4	1,1
CLUB MEDITERRANEE	2,4	0,2	0,0	38,8	17,7	3,6	12,1	16,1	9,0	0,0	0,0
COMPAGNIE DE SAINT GOBAIN	3,4	3,6	0,0	10,7	16,2	4,9	1,6	14,7	1,4	40,0	3,6
COMPAGNIE DES ALPES (CDA)	0,1	0,0	0,0	10,0	46,3	6,3	0,1	0,0	6,4	19,9	0,0
COMPAGNIE GENERALE DE GEO.-VERIF.	1,2	0,0	0,0	6,3	15,6	2,1	12,2	7,5	0,2	54,9	0,0
COMPAGNIE G. MICHELIN (MICHELIN)	0,6	0,5	0,0	0,2	11,3	6,2	4,2	7,3	1,2	23,5	0,0
COMPAGNIE GEN. IMMOBILIERE DE FRANCE	0,0	0,0	0,0	18,6	77,3	0,0	0,0	0,0	0,0	4,1	0,0
COMPAGNIE IND. & FINAN. D'ENTREPR.(CIFE)	0,0	0,0	14,1	0,8	0,0	0,5	0,0	0,0	50,9	33,7	0,0
COMPAGNIE INDUSTR. ET FIN. D'INGENIERIE	0,6	0,0	14,6	29,2	20,0	3,1	14,0	13,0	1,0	3,5	0,7
DASSAULT SYSTEMES	0,7	0,0	5,0	2,6	9,1	2,1	4,0	0,2	36,8	39,6	0,0
DELTA PLUS GROUP	0,0	0,0	20,1	4,7	3,5	0,0	4,0	0,0	50,9	16,8	0,0
ELECTRICITE DE FRANCE (E.D.F.)	81,5	2,8	0,0	0,0	1,0	0,4	0,2	1,5	0,1	12,6	0,0
ESSILOR INT. COMPAGNIE GENERALE	1,2	10,1	0,0	2,0	10,4	4,6	5,4	4,7	2,1	58,8	0,7
FRANCE TELECOM	20,4	2,4	0,0	7,1	11,6	2,8	2,9	2,6	0,8	49,3	0,0
GDF SUEZ (GDF)	35,5	2,8	0,0	1,2	8,3	1,5	0,1	0,9	0,0	49,8	0,0
GERARD PERRIER INDUSTRIE	0,0	0,0	3,6	3,5	5,1	1,8	11,9	4,9	53,5	12,7	2,9
GROUPE DANONE	3,3	0,0	0,0	5,0	14,7	4,6	1,6	6,3	0,6	58,3	5,7
HAVAS	0,2	0,0	1,4	20,4	5,8	2,7	2,5	42,0	3,7	21,1	0,0
HERMES INTERNATIONAL	0,6	0,0	20,7	26,4	3,1	0,2	0,6	0,0	8,2	0,0	0,0
IPSOS	0,2	0,9	0,0	9,6	12,7	1,9	3,3	8,3	23,2	38,2	1,6
L'AIR LIQUIDE	3,9	2,7	0,0	3,6	34,9	13,8	8,0	1,7	16,9	12,1	2,4
L'OREAL	0,8	0,0	26,4	0,5	5,1	1,7	0,2	26,5	0,4	33,8	4,5
LAFARGE	1,1	0,0	11,1	12,9	26,7	3,3	5,0	0,4	0,4	0,0	0,3
LAGARDERE SCA	10,7	2,1	9,5	4,9	24,1	10,0	17,0	10,7	1,7	7,8	1,5
LEGRAND	0,4	0,0	0,0	5,1	3,2	3,2	1,0	1,9	54,9	30,2	0,0
LVMH-MOET HENNE. LOUIS VUITTON (LVMH)	0,6	0,0	0,0	56,1	5,7	2,3	1,7	3,2	24,4	0,0	1,7
MEETIC	0,4	0,0	39,3	2,1	9,2	3,3	5,7	15,5	6,6	18,0	0,0
METROPOLE TELEVISION M6 (M6)	0,9	0,1	0,0	43,3	5,5	1,7	3,7	4,5	0,1	40,3	0,0
PAGESJAUNES GROUPE	0,6	0,0	0,0	48,8	4,1	5,6	1,8	4,4	1,1	33,7	0,0
PERNOD RICARD	4,0	2,8	0,4	0,8	30,6	4,8	8,0	4,1	14,5	28,0	2,2
PEUGEOT SA (PSA)	2,1	0,0	26,1	3,0	16,6	2,1	6,3	13,0	7,1	20,2	1,2
PPR	2,1	0,2	1,9	1,0	12,7	3,3	1,1	38,7	0,3	38,6	0,0
PROMETIS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	100,0	0,0	0,0	0,0
REMY COINTREAU	0,1	0,0	0,0	46,7	14,7	0,7	1,2	5,1	23,3	8,0	0,1
RENAULT	11,3	2,1	0,1	11,4	6,8	7,3	1,2	11,5	11,5	35,4	1,4
RHODIA	0,5	3,2	0,0	2,2	25,3	9,2	29,3	9,8	0,2	0,0	0,0
SAFRAN	29,7	36,6	0,0	8,3	5,1	2,9	15,1	1,2	0,2	0,0	1,0
SANOFI AVENTIS	1,2	1,3	0,0	27,9	11,5	3,2	6,9	0,8	1,3	43,1	2,8

Empresa	Estado	Directivos / Empleados	Familiar	Compañías no financieras	Bancos	Compañías de seguros	Fondos inver. y pensiones	Private Equity firms	Otras comp. financieras	Accionariado disperso	Autocartera
SCHNEIDER ELECTRIC SA	4,5	2,3	0,0	0,9	14,9	4,4	5,3	8,1	1,5	58,1	0,0
SNCF PARTICIPATIONS	0,0	0,0	0,0	100,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
SOCIETE FONCIERE FINANCIERE ET DE PARTIC.	0,2	0,0	0,0	70,6	2,5	2,0	1,3	0,0	4,4	18,9	0,0
SOCIETE FONCIERE LYONNAISE	0,0	0,0	0,0	0,0	30,4	31,5	8,3	28,0	0,0	0,0	1,8
SOCIETE FRANCAISE DE CASINOS	0,0	0,0	0,0	60,6	0,0	0,0	0,0	23,2	0,0	16,2	0,0
SOCIETE FRANCAISE EXXONMOBIL CHEMICAL	0,0	0,0	0,0	100,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
SODEXO	3,6	1,7	0,0	39,4	18,8	4,5	1,4	2,2	6,1	20,7	1,7
TECHNIP	1,2	2,8	0,0	3,8	18,9	10,7	13,4	8,7	4,6	34,4	1,4
TELEVISION FRANCAISE 1 (TF1)	0,4	3,5	0,0	47,3	25,3	3,6	8,7	0,6	10,6	0,0	0,0
THALES	0,0	5,4	0,0	65,1	8,1	2,1	7,2	5,6	5,6	0,0	1,0
THEOLIA	0,4	4,7	10,5	23,0	19,6	1,4	10,2	21,1	3,7	5,4	0,0
TOTAL SA	13,7	4,4	0,0	13,8	38,7	10,1	10,2	6,0	1,9	0,0	1,1
UBISOFT ENTERTAINMENT SA	3,9	0,0	6,2	27,1	18,0	1,4	6,1	22,8	14,4	0,0	0,1
UNION METALLURGIQUE DE LA HAUTE SEINE	0,0	0,0	47,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	52,7	0,0	0,0
VALEO	5,0	0,0	0,0	1,1	37,4	3,3	27,1	2,2	20,2	3,1	0,6
VALTECH	0,2	0,0	5,2	4,3	0,0	0,0	2,3	0,0	1,9	86,1	0,0
VEOLIA ENVIRONNEMENT	9,4	0,8	0,0	2,6	43,5	11,4	2,2	15,1	6,9	0,0	2,4
VINCI (SGE)	1,5	6,6	11,4	6,4	21,4	3,3	9,4	1,5	0,6	37,9	0,0
VIVENDI	3,9	0,7	0,0	6,4	28,9	3,6	2,3	3,9	1,1	49,2	0,0
VOLTALIA	0,0	0,0	74,5	12,2	1,2	2,1	2,5	0,0	0,0	7,5	0,0
WENDEL	0,4	3,2	0,0	44,9	9,5	0,5	1,1	0,0	14,9	17,7	8,0
ZODIAC	4,3	1,4	24,1	1,3	17,0	2,4	2,7	4,0	6,7	35,2	0,8
Total	**4,0%**	**1,7%**	**5,5%**	**20,6%**	**15,2%**	**3,3%**	**6,8%**	**8,4%**	**8,4%**	**22,5%**	**0,8%**

Fuente: Amadeus

Tabla 5.1: Evolución de la estrategia de refocalización de las principales SNF francesas, 1986-2003

Sociedad	1986	1990	1994	1998	2003
Accor	DIV	DIV	DIV	DIV	DOM
Air Liquide	DIV	DIV	DIV	DOM	DOM
Alcatel	DIV	DIV	DIV	DIV	DIV
Aventis	-	-	-	-	SIN
Bic	DIV	DIV	DIV	DIV	DIV
Bouygues	DIV	DIV	DIV	DIV	DIV
Bull	SIN	SIN	SIN	SIN	SIN
Carrefour	DIV	DIV	DIV	DIV	DOM
Danone	DIV	DIV	DIV	DOM	DOM
Elf	DIV	DIV	DIV	DIV	-
Lafarge	DIV	DIV	DIV	DIV	DIV
Lagardere	DIV	DIV	DIV	DIV	DIV
LVHM	DIV	DIV	DIV	DIV	DIV
Lyonnaise des Eaux	DIV	DIV	DIV	-	-
Michelin	SIN	SIN	SIN	SIN	DOM
L'Oreal	DIV	DIV	DIV	DOM	SIN
Pechiney	DIV	DIV	DIV	DOM	DIV
Pernod Ricard	DIV	DIV	DIV	DIV	SIN
Peugeot	DIV	DIV	SIN	SIN	DOM
PPR	DIV	DIV	DIV	DIV	DIV
Renault	SIN	SIN	SIN	SIN	SIN
Rhone-Poulenc	DIV	DIV	DIV	DOM	-
St-Gobain	DIV	DIV	DIV	DIV	DIV
Sanofi	-	DOM	DOM	SIN	-
Sanofi-Synthalabo	-	-	-	-	SIN
Schneider	DIV	DIV	DIV	DIV	DOM
Sodexho	DIV	DIV	DIV	DIV	DIV
Suez	DIV	DIV	DIV	-	-
Suez-Lyonnaise	-	-	-	DOM	DOM
Synthalabo	-	DOM	DOM	SIN	-
Thales-Thomson	DIV	DIV	DIV	DOM	DOM
Total	DOM	DOM	DOM	DOM	-
TotalElfFina	-	-	-	-	SIN
Usinor-Sacilor	SIN	SIN	SIN	DOM	SIN
Valeo	DIV	DIV	DIV	DIV	DIV
Vivendi	DIV	DIV	DIV	DIV	DIV

* Abreviaciones: SIN (Única línea de negocio), DOM (Línea de negocio dominante), DIV (Negocio diversificado).
Nota: la definición de diversificación se basa en el porcentaje de la cifra de ventas del negocio principal de la empresa. Una estrategia de "única línea de negocio" (SIN) es aquella en la que más del 95% de las ventas de la empresa provienen de la principal línea de negocio. Una estrategia de tipo "dominante" (DOM) es aquella en la que entre un 70% y un 95% de la cifra de ventas proviene de la principal línea de negocio. Una estrategia "diversificada" (DIV) se define como aquella en la que la cifra de ventas de la principal línea de negocio es inferior al 70%.
a) Rhône-Poulenc cambió su nombre por Aventis. Los datos hasta 1998 son de Rhône-Poulenc y el de 2003 es de Aventis.
b) Hasta 1998 se recogen datos para Elf-Aquitaine y Total como compañías separadas. El dato de 2002 corresponde a TotalElfFina.
c) Hasta 1994 se recogen datos para Lyonnaise des Eaux y Suez como compañías separadas. Los datos de 1998 y 2003 corresponden a Suez-Lyonnaise des Eaux.
d) Se recogen datos separados para Sanofi y Synthalabo en 1990, 1994 y 1998. El dato de 2003 corresponde a Sanofi-Synthalabo.
Fuente: Goyer (2006: 86) y Wittington y Mayer (2000: 226-232)

Tabla 6.1: Principales estadísticos descriptivos de las variables seleccionadas, modelo de inversión
(antes y después de la eliminación de *outliers*)

n=5297
T =9

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
I/K	30574	-.0581776	8.137964	-992.4948	1
I/K (sin outlayers)	30571	.0166055	.1981223	-22.39386	1
D/K	12634	.152994	1.327907	-.0192651	142.6199
D/K (sin outlayers)	12630	.1376572	.2048741	-.0192651	4.852955
C/K	34222	.062427	.2998364	-44.5977	6.191358
C/K (sin outlayers)	34139	.0666044	.1188618	-1.114981	1.255222
Br/K	4587	-.296781	8.227674	-347.4755	1.237901
Br/K (sin outlayers)	4582	-.0553539	.6788006	-16.77764	1.237901
If/K	34616	.0302207	.4600733	0	74.01919
If/K (sin outlayers)	34605	.0253946	.0625759	0	1.848173
Pf/K	34329	.0204943	.4228778	1.83e-07	72.33049
Pf/K (sin outlayers)	34317	.0164317	.0318398	1.83e-07	1.605136

Porcentaje de observaciones eliminadas para cada variable:
- Inversión (*I/K*): 0,01%
- Cashflow (*C/K*): 0,24%
- Beneficio retenido (*Br/K*): 0,1%
- Deuda a largo plazo (*D/K*): 0,03%
- Pagos a los mercados financieros (*Pf/K*): 0,03%
- Ingresos financieros (*If/K*): 0,03%

Fuente: Orbis. Elaboración propia.

Tabla 6.2: Descripción de las decisiones metodológicas adoptadas para seleccionar la muestra final de empresas
(modelo de inversión)

Descripción de cada decisión metodológica sucesivamente adoptada:	**Cantidad de empresas restantes en la base de datos tras cada decisión metodológica:**
Selección de empresas de Orbis bajo el rótulo "*very large companies*"	8763
Eliminación de empresas con códigos SIC entre 6000 y 6799	5297
Eliminación *outliers*	5291
Eliminación de empresas sin datos para las variables seleccionadas	613

Fuente: Elaboración propia.

Tabla 6.3: Códigos SIC (*Standard Industrial Classification*) incluidos en cada grupo sectorial estimado
(modelo de inversión y modelo de salario)

Grupo (sector económico)	Códigos SIC incluidos
A (NO_FINANC)	0100-5999 y 7000-8999
B (AGRO_EXT)	0100-1499
C (INDUST)	1500-3999
D (MANUFACT)	2000-3999
E (SERVIC)	4000-5999 y 7000-8999
F (UTILIT)	4000-4999
G (COMERC)	5000-5999
H (OT_SERVIC)	7000-8999

Fuente: División de Estadística, Organización de Naciones Unidas.

Tabla 6.4: Estimación del impacto de la financiarización sobre la inversión
(modelo PCSE controlando para heterocedasticidad, por sector y tamaño)

	(1) NO_FINANC	(2) MANUFACT	(3) GRANDES	(4) MUY GRANDES
C/K	0.1835***	0.1646***	0.1866***	0.1677*
	(0.0352)	(0.0394)	(0.0383)	(0.0810)
Br/K	0.0320*	0.0507***	0.0217	0.1915***
	(0.0143)	(0.0144)	(0.0144)	(0.0525)
D/K	0.0693**	0.0713**	0.0214	0.1777***
	(0.0217)	(0.0257)	(0.0252)	(0.0339)
Pf/K	-0.4428***	-0.4708***	-0.2842**	-1.2661***
	(0.1020)	(0.1018)	(0.1070)	(0.1932)
If/K	-0.4343***	-0.6361***	-0.4502***	-0.5545
	(0.1210)	(0.1273)	(0.1263)	(0.3619)
N	3075	1494	2040	1035
r2	0.0658	0.0926	0.0682	0.0849

Het-corrected Standard errors in parentheses
* p<0.05, ** p<0.01, *** p<0.001

**GRUPO 3 (GRANDES): activos totales inferiores a 300 millones de euros. GRUPO 4 (MUY GRANDES): activos totales superiores a 300 millones de euros. Para más detalles sobre los códigos SIC incluidos en los grupos 1 (NO_FINANC) y 2 (MANUFACT) véase la Tabla 6.3 del anexo estadístico.

Fuente: Orbis. Elaboración propia.

Tabla 6.5: Estimación del impacto de la financiarización sobre la inversión

(modelo PCSE controlando para heterocedasticidad y autocorrelación, por sector y tamaño)

	(1) NO_FINANC	(2) MANUFACT	(3) GRANDES	(4) MUY GRANDES
C/K	0.1711***	0.1541***	0.1785***	0.1209
	(0.0363)	(0.0408)	(0.0395)	(0.0862)
Br/K	0.0350*	0.0521**	0.0249	0.2048***
	(0.0151)	(0.0152)	(0.0155)	(0.0580)
D/K	0.0743**	0.0747**	0.0286	0.1845***
	(0.0235)	(0.0270)	(0.0270)	(0.0374)
Pf/K	-0.4590***	-0.4815***	-0.2988**	-1.3410***
	(0.1063)	(0.1064)	(0.1094)	(0.2119)
If/K	-0.4032***	-0.6203***	-0.4081***	-0.6554
	(0.1184)	(0.1308)	(0.1232)	(0.3521)
N	3075	1494	2040	1035
r2	0.0612	0.0856	0.0624	0.0901

Het-corrected Standard errors in parentheses
* p<0.05, ** p<0.01, *** p<0.001

* El modelo incluye un término autorregresivo de orden 1 AR(1)

**GRUPO 3 (GRANDES): activos totales inferiores a 300 millones de euros. GRUPO 4 (MUY GRANDES): activos totales superiores a 300 millones de euros. Para más detalles sobre los códigos SIC incluidos en los grupos 1 (NO_FINANC) y 2 (MANUFACT) véase la Tabla 6.3 del anexo estadístico.

Fuente: Orbis. Elaboración propia.

Tabla 7.1: Tasa de financiarización, empleo y salario de las SNF, principales ramas de la economía, 2000-2008
(tasa de crecimiento anual acumulado y tasa media)

Código	Rama	Tasa de financiarización (% medio)	Crecimiento empleo (% anual acumulado)	Crecimiento salarial (% anual acumulado)
FB1	Industries de la viande et du lait	7,9%	-0,4%	2,3%
FB2	Autres industries agricoles et alimentaires	18,7%	0,0%	2,2%
FC1	Habillement, cuir	18,3%	-7,7%	-3,3%
FC2	Edition, imprimerie, reproduction	10,2%	-2,1%	0,2%
FC3	Pharmacie, parfumerie et entretien	37,0%	1,1%	3,0%
FC4	Industries des équipements du foyer	4,1%	-3,6%	0,0%
FE1	Construction navale, aéronaut. et ferroviaire	7,9%	0,3%	3,6%
FE2	Industries des biens d'équipement mécaniq.	9,9%	-0,4%	2,4%
FE3	Equipements électriques et électroniques	-5,2%	-1,9%	0,3%
FF1	Industries des produits minéraux	11,7%	-1,2%	1,5%
FF2	Industrie textile	8,0%	-6,7%	-3,9%
FF3	Industries du bois et du papier	8,1%	-1,6%	0,7%
FF4	Chimie, caoutchouc, plastiques	6,8%	-0,8%	1,7%
FF5	Métallurgie et transformation des métaux	12,2%	-1,0%	1,7%
FF6	Industrie des composants électriques et élect.	3,0%	-2,4%	1,6%
FG1	Production de combustibles et de carburants	30,8%	-2,9%	-0,2%
FG2	Eau, gaz, électricité	20,3%	-0,1%	2,9%
FH1	Bâtiment	13,1%	2,8%	6,0%
FH2	Travaux publics	0,9%	3,1%	6,3%
FJ1	Commerce et réparation automobile	16,7%	1,0%	3,1%
FJ2	Commerce de gros, intermédiaires	13,5%	1,4%	4,3%
FJ3	Commerce de détail et réparations	13,3%	0,9%	3,5%
FN1	Postes et télécommunications	23,4%	0,2%	1,3%
FN2	Conseils et assistance	3,5%	3,1%	6,6%
FN3	Services opérationnels	6,2%	2,8%	5,5%
FN4	Recherche et développement	-29,3%	1,1%	4,0%
FP1	Hôtels et restaurants	9,1%	2,2%	5,0%
FP2	Activités récréatives, culturelles et sportives	-2,7%	3,7%	7,2%
FP3	Services personnels et domestiques	2,3%	3,6%	5,3%
FQ1	Education	-0,7%	0,1%	2,8%
FQ2	Santé	0,4%	1,2%	4,3%
FQ3	Action sociale	-0,6%	2,4%	7,0%
FR1	Administration publique	-5,2%	0,1%	2,7%
FR2	Activités associatives	11,4%	-2,2%	1,5%
TOTAL	**Ensemble**	**8,8%**	**1,1%**	**4,0%**

Fuente: INSEE, *Comptes nationaux, Tableaux détaillés.*

Tabla 7.2: Principales operaciones de venta de *stock options* en la bolsa francesa, 2003

Directivo	Sociedad	Número de opciones ejercidas en 2003 y precio por acción	Cotización media de la acción en 2003	Plusvalía bursátil realizada*
Michel Pébereau	BNP Paribas	125000 - 14,87 €	43,31 €	3,55 M€
Daniel Bouton	Société générale	80000 - 18,94 €	58,10 €	3,13 M€
Patrick Le Lay	TF1	50000 - 7,97 € y 100000 - 10,02 €	25,56 €	2,43 M€
Antoine Zacharias	Vinci	51809 - 33,70 €	59,67 €	1,34 M€
Frank Riboud	Danone	20000 - 77,98 €	123,14 €	0,90 M€
Patrick Ricard	Pernod Ricard	12500 - 36,71 € y 7500 - 32,44 €	79,24 €	0,88 M€
Jean-Louis Beffa	Saint-Gobain	28000 - 28,47 € y 144000 - 29,54 €	32,28 €	0,50 M€
Bertrand Collomb	Lafarge	15000 - 24,13 $	32,88 €	0,13 M€
Christian Couvreux	Casino Guichard	4390 - 60,95 €	67,75 €	0,03 M€

* *Stock-options* ejercidas en una única operación, el mismo día, sobre la base de la cotización media de 2003
Fuente: *La Vie Financiere* (2004)

Tabla 7.3: Evolución de los principales indicadores de las SNF, 1949-2009

año	salario	fbkf	product	empleo	t_financ	t_desem	t_benef	capit	punc	ing_fin	acc_sal
1949	-	-	-	-	0,3%	0,8%	8,6%	-	23,6%	4,3%	4,9%
1950	1,9%	8,0%	8,2%	0,4%	6,0%	0,8%	8,5%	10,0%	22,3%	3,8%	5,5%
1951	8,4%	7,0%	8,0%	2,0%	6,5%	0,6%	7,3%	9,0%	22,6%	3,8%	5,5%
1952	8,4%	-0,1%	4,5%	-1,0%	4,9%	0,9%	6,8%	10,0%	27,7%	4,2%	5,5%
1953	3,4%	3,8%	3,9%	-1,0%	5,5%	0,9%	7,0%	10,0%	28,3%	4,6%	5,8%
1954	6,9%	-0,2%	5,4%	1,0%	6,1%	0,9%	6,8%	10,0%	29,1%	4,8%	5,8%
1955	6,8%	8,5%	6,8%	1,8%	6,8%	0,7%	6,9%	11,0%	26,6%	4,7%	5,8%
1956	4,1%	12,5%	5,0%	2,3%	6,0%	0,5%	7,2%	17,0%	26,6%	4,9%	5,8%
1957	3,1%	19,1%	2,4%	3,1%	4,2%	0,4%	6,8%	18,0%	27,3%	5,1%	6,1%
1958	0,8%	2,3%	1,5%	1,3%	4,1%	0,6%	7,2%	19,0%	25,7%	5,1%	6,1%
1959	2,1%	4,4%	4,4%	-0,3%	4,6%	0,8%	7,2%	21,0%	24,8%	4,8%	6,1%
1960	6,4%	6,3%	8,5%	1,4%	6,3%	1,5%	7,9%	20,0%	23,7%	4,6%	6,1%
1961	6,0%	10,1%	5,4%	1,4%	4,6%	1,3%	7,7%	22,0%	25,3%	4,9%	7,0%
1962	5,0%	7,5%	3,3%	2,0%	2,6%	1,5%	8,0%	30,0%	27,4%	5,1%	7,3%
1963	5,8%	7,9%	4,5%	3,1%	1,9%	1,6%	7,9%	35,0%	27,5%	5,6%	7,3%
1964	4,9%	6,7%	5,8%	2,7%	2,8%	1,2%	8,4%	27,0%	25,9%	6,0%	7,6%
1965	3,7%	4,0%	4,9%	0,9%	3,7%	1,5%	8,2%	24,0%	25,6%	6,4%	7,6%
1966	2,9%	6,6%	3,5%	1,6%	3,9%	1,6%	8,7%	21,0%	25,8%	6,1%	7,6%
1967	2,9%	7,0%	4,1%	0,9%	4,0%	2,1%	8,4%	19,0%	25,6%	6,0%	7,6%
1968	5,9%	0,3%	4,9%	0,1%	4,3%	2,6%	8,9%	18,0%	27,3%	6,6%	8,8%
1969	4,3%	10,6%	4,4%	3,3%	6,0%	2,3%	8,8%	17,9%	27,8%	6,9%	10,0%
1970	5,9%	6,1%	5,7%	2,8%	6,9%	2,4%	8,3%	16,1%	29,1%	7,3%	10,9%
1971	5,2%	6,8%	5,2%	1,5%	7,2%	2,7%	8,1%	14,2%	28,9%	7,5%	10,9%
1972	3,5%	5,9%	2,5%	1,7%	6,4%	2,8%	8,3%	16,1%	29,4%	7,9%	11,2%
1973	5,5%	7,8%	6,9%	2,6%	7,3%	2,7%	7,9%	14,4%	29,2%	10,5%	12,1%
1974	5,5%	2,9%	3,1%	1,8%	6,5%	2,8%	7,4%	9,0%	34,7%	11,7%	12,7%
1975	2,0%	-8,4%	0,4%	-1,1%	5,4%	4,0%	5,6%	10,5%	36,4%	10,9%	12,7%
1976	3,0%	5,9%	3,4%	1,2%	5,1%	4,4%	5,8%	7,9%	33,9%	11,8%	13,6%
1977	1,9%	1,8%	4,0%	1,4%	6,7%	4,9%	5,2%	6,7%	33,5%	12,8%	14,6%
1978	2,2%	1,2%	0,8%	1,1%	5,5%	5,1%	5,4%	8,7%	34,5%	14,0%	15,5%
1979	1,6%	1,5%	2,7%	0,5%	5,6%	5,8%	5,3%	8,9%	34,7%	14,4%	16,4%
1980	3,0%	6,2%	1,1%	0,8%	3,5%	6,1%	4,5%	8,8%	37,3%	17,8%	16,7%
1981	2,4%	-3,4%	2,0%	-0,6%	3,7%	7,1%	3,8%	6,9%	44,2%	21,3%	17,6%
1982	0,9%	1,2%	1,3%	0,0%	3,6%	7,7%	3,8%	5,5%	44,2%	21,3%	19,4%
1983	-0,2%	-5,0%	0,9%	-0,5%	5,2%	7,7%	4,4%	8,1%	45,7%	21,6%	20,6%
1984	0,4%	-3,2%	3,0%	-1,7%	7,6%	9,2%	5,8%	9,5%	41,5%	22,2%	21,5%
1985	0,7%	2,9%	2,8%	-1,0%	8,6%	9,6%	6,6%	13,8%	38,9%	22,3%	21,8%
1986	-0,5%	7,5%	4,1%	0,6%	12,1%	9,7%	9,2%	21,9%	30,8%	19,0%	24,9%
1987	0,8%	6,2%	2,3%	1,1%	11,9%	9,8%	9,4%	17,5%	30,5%	19,1%	28,5%
1988	1,2%	10,3%	4,1%	2,1%	12,9%	9,3%	10,9%	25,7%	27,9%	19,0%	29,7%
1989	0,6%	7,5%	1,3%	3,0%	12,5%	8,8%	11,2%	34,1%	30,5%	22,3%	31,8%
1990	2,8%	5,7%	1,6%	2,3%	11,2%	8,4%	10,7%	25,6%	32,8%	25,3%	33,4%
1991	2,2%	1,3%	1,3%	-0,1%	10,7%	8,9%	10,1%	28,4%	33,4%	29,9%	34,0%
1992	1,8%	-6,0%	2,7%	-1,5%	11,9%	9,8%	10,0%	26,6%	34,3%	30,7%	37,6%
1993	0,5%	-9,9%	-0,2%	-2,2%	12,6%	11,0%	9,1%	36,8%	36,7%	34,9%	39,4%
1994	0,2%	-0,1%	1,0%	0,2%	13,0%	11,6%	9,3%	31,8%	36,4%	32,7%	43,1%
1995	1,1%	0,8%	1,9%	1,1%	14,0%	11,0%	10,1%	31,2%	36,1%	31,6%	46,1%
1996	0,7%	0,0%	-0,6%	0,1%	12,9%	11,5%	9,3%	38,2%	32,8%	34,4%	48,5%
1997	0,9%	-0,6%	2,1%	1,2%	14,1%	11,5%	10,0%	48,9%	32,0%	36,5%	55,5%
1998	1,0%	8,9%	2,4%	2,5%	14,7%	11,0%	11,2%	63,8%	29,1%	37,7%	64,0%
1999	1,9%	8,6%	-0,1%	3,3%	12,6%	10,4%	10,3%	109,6%	25,6%	40,4%	68,8%
2000	0,8%	10,3%	-0,1%	4,9%	11,5%	9,0%	10,0%	107,4%	26,2%	49,5%	73,4%
2001	0,0%	3,5%	-0,8%	3,6%	11,5%	8,3%	10,0%	88,5%	24,4%	55,6%	80,7%
2002	0,3%	-4,5%	-0,9%	1,6%	12,0%	8,6%	9,4%	60,4%	27,1%	56,4%	83,4%
2003	0,6%	-2,0%	0,9%	0,2%	12,8%	9,0%	9,4%	67,8%	30,4%	53,7%	86,7%
2004	2,4%	4,3%	2,1%	0,2%	12,2%	9,3%	9,2%	69,4%	32,9%	55,8%	89,1%
2005	1,2%	4,7%	1,1%	0,8%	11,7%	9,3%	8,9%	86,9%	33,8%	59,5%	92,5%
2006	1,5%	6,1%	0,9%	1,1%	11,3%	9,2%	8,8%	102,7%	33,0%	68,0%	94,3%
2007	0,1%	9,1%	1,2%	2,0%	11,4%	8,4%	9,2%	100,0%	29,9%	72,5%	95,5%
2008	0,6%	2,8%	-0,1%	0,5%	10,5%	7,8%	8,7%	55,1%	33,3%	75,8%	95,8%
2009	0,5%	-8,7%	-2,0%	-2,4%	9,7%	9,5%	6,9%	-	39,1%	74,1%	-

* Para comprobar la definición de cada una de las variables de la tabla, véase el apartado 7.5.3.
Fuente: INSEE; Euronext Paris; European Federation of Employee Share Ownership; CEPII.

Tabla 7.4 : Crecimiento salarial y crecimiento de la subcontratación industrial, 1996-2007
(tasa de crecimiento total del periodo %)

Sector	RA/VAB	Subcontratación industrial/Ventas
C11 - Industrie de l'habillement et des fourrures	-22,1%	-32,0%
C12 - Industrie du cuir et de la chaussure	-15,1%	107,7%
C20 - Édition, imprimerie, reproduction	5,0%	-3,8%
C31 - Industrie pharmaceutique	-8,7%	-3,5%
C32 - Fabrication de savons, de parfums et de produits d'entretien	-13,5%	-9,3%
C41 - Fabrication de meubles	14,1%	2,2%
C42 - Bijouterie et fabrication d'instruments de musique	-14,9%	29,6%
C43 - Fabrication d'articles de sport, de jeux et industries diverses	13,1%	28,3%
C44 - Fabrication d'appareils domestiques	-12,6%	-10,2%
C45 - Fabrication d'appareils de réception, enregistrement ou repro. son et image	-11,7%	-19,2%
C46 - Fabrication de matériel d'optique et de photographie, horlogerie	3,7%	-24,8%
D01 - Construction automobile	-0,8%	65,1%
D02 - Fabrication d'équipements automobiles	10,2%	25,7%
E11 - Construction navale	-23,8%	-7,5%
E12 - Construction de matériel ferroviaire roulant	-8,8%	114,1%
E13 - Construction aéronautique et spatiale (n.c. ateliers indus. de l'aéronautique)	-7,2%	15,4%
E14 - Fabrication de cycles, motocycles et de matériels de transport (nca)	23,4%	-23,7%
E21 - Fabrication d'éléments en métal pour la construction	-10,4%	5,7%
E22 - Chaudronnerie, fabrication de réservoirs métalliques et chaudières	-2,2%	17,0%
E23 - Fabrication d'équipements mécaniques	-13,5%	4,1%
E24 - Fabrication de machines d'usage général	-9,6%	-10,6%
E25 - Fabrication de machines agricoles	11,4%	-19,8%
E26 - Fabrication de machines-outils	1,9%	-5,4%
E27 - Fabrication d'autres machines d'usage spécifique	-8,8%	10,4%
E31 - Fabrication de machines de bureau et de matériel informatique	3,5%	-51,2%
E32 - Fabrication de moteurs, génératrices et transformateurs électriques	-11,3%	17,9%
E33 - Fabrication d'appareils d'émission et de transmission	32,0%	-1,4%
E34 - Fabrication de matériel médico-chirurgical et d'orthopédie	-7,9%	65,6%
E35 - Fabrication de matériel de mesure et de contrôle	-5,8%	38,7%
F13 - Fabrication de verre et d'articles en verre	-0,3%	21,0%
F14 - Fabrication de produits en céramique et de matériaux de construction	-20,1%	32,8%
F21 - Filature et tissage	11,5%	6,3%
F22 - Fabrication de produits textiles	2,4%	-15,9%
F23 - Fabrication d'étoffes et d'articles en maille	-22,2%	-17,7%
F31 - (p) Travail du bois et fabrication d'articles en bois	-8,7%	22,9%
F32 - Fabrication de pâte à papier, de papier et de carton	4,1%	125,8%
F33 - Fabrication d'articles en papier et en carton	2,3%	-11,1%
F41 - Industrie chimique minérale	23,3%	-61,9%
F42 - Industrie chimique organique	-13,7%	-7,4%
F43 - Parachimie	-6,4%	15,1%
F44 - Fabrication de fibres artificielles ou synthétiques	0,7%	-51,9%
F45 - Industrie du caoutchouc	-0,8%	-31,0%
F46 - Transformation des matières plastiques	5,8%	5,0%
F51 - Sidérurgie et première transformation de l'acier	-33,9%	-37,8%
F52 - Production de métaux non ferreux	-18,8%	-39,7%
F53 - Fonderie	0,9%	3,9%
F54 - Services industriels du travail des métaux	-0,9%	-11,3%
F55 - Fabrication de produits métalliques	-6,4%	-7,7%
F61 - Fabrication de matériel électrique	11,3%	142,2%
F62 - Fabrication de composants électroniques	19,7%	-0,5%
G11 à G13 - Extraction de produits énergétiques	-78,0%	67,4%
G14 - Cokéfaction et industrie nucléaire	122,0%	-62,0%
G15 - Raffinage de pétrole	26,5%	11,1%
G21 - Production et distribution d'électricité, de gaz et de chaleur	24,8%	-16,5%
G22 - Captage, traitement et distribution d'eau	29,3%	68,1%

Fuente: SESSI, *Enquêtes Annuelles d'Entreprises*.

Tabla 7.5: Crecimiento de salarios y beneficios por ramas industriales, 1996-2007 (tasa de crecimiento total del periodo %)

Sector	RA/VAB	EBE/VAB
C11 - Industrie de l'habillement et des fourrures	-22,1%	93,2%
C12 - Industrie du cuir et de la chaussure	-15,1%	46,5%
C20 - Édition, imprimerie, reproduction	5,0%	-17,1%
C31 - Industrie pharmaceutique	-8,7%	4,7%
C32 - Fabrication de savons, de parfums et de produits d'entretien	-13,5%	21,5%
C41 - Fabrication de meubles	14,1%	-57,6%
C42 - Bijouterie et fabrication d'instruments de musique	-14,9%	79,8%
C43 - Fabrication d'articles de sport, de jeux et industries diverses	13,1%	-39,6%
C44 - Fabrication d'appareils domestiques	-12,6%	32,9%
C45 - Fabrication d'appareils de réception, enregistrement ou repro. son et image	-11,7%	46,3%
C46 - Fabrication de matériel d'optique et de photographie, horlogerie	3,7%	-38,6%
D01 - Construction automobile	-0,8%	13,4%
D02 - Fabrication d'équipements automobiles	10,2%	-22,3%
E12 - Construction de matériel ferroviaire roulant	-8,8%	42,6%
E13 - Construction aéronautique et spatiale (n.c. ateliers indus. de l'aéronautique)	-7,2%	82,8%
E14 - Fabrication de cycles, motocycles et de matériels de transport (nca)	23,4%	-95,0%
E21 - Fabrication d'éléments en métal pour la construction	-10,4%	60,2%
E22 - Chaudronnerie, fabrication de réservoirs métalliques et chaudières	-2,2%	29,6%
E23 - Fabrication d'équipements mécaniques	-13,5%	53,5%
E24 - Fabrication de machines d'usage général	-9,6%	42,6%
E25 - Fabrication de machines agricoles	11,4%	-24,8%
E26 - Fabrication de machines-outils	1,9%	-16,6%
E27 - Fabrication d'autres machines d'usage spécifique	-8,8%	10,4%
E28 - Fabrication d'armes et de munitions	-7,5%	72,4%
E31 - Fabrication de machines de bureau et de matériel informatique	3,5%	-12,8%
E32 - Fabrication de moteurs, génératrices et transformateurs électriques	-11,3%	43,1%
E33 - Fabrication d'appareils d'émission et de transmission	32,0%	-309,5%
E34 - Fabrication de matériel médico-chirurgical et d'orthopédie	-7,9%	29,3%
E35 - Fabrication de matériel de mesure et de contrôle	-5,8%	43,3%
F13 - Fabrication de verre et d'articles en verre	-0,3%	-5,6%
F14 - Fabrication de produits en céramique et de matériaux de construction	-20,1%	38,2%
F21 - Filature et tissage	11,5%	-39,2%
F22 - Fabrication de produits textiles	2,4%	-11,1%
F23 - Fabrication d'étoffes et d'articles en maille	-22,2%	91,6%
F31 - (p) Travail du bois et fabrication d'articles en bois	-8,7%	28,8%
F32 - Fabrication de pâte à papier, de papier et de carton	4,1%	-11,4%
F33 - Fabrication d'articles en papier et en carton	2,3%	-9,7%
F41 - Industrie chimique minérale	23,3%	-44,0%
F42 - Industrie chimique organique	-13,7%	14,4%
F43 - Parachimie	-6,4%	6,2%
F44 - Fabrication de fibres artificielles ou synthétiques	-0,7%	72,0%
F45 - Industrie du caoutchouc	-0,8%	0,0%
F46 - Transformation des matières plastiques	5,8%	-14,8%
F51 - Sidérurgie et première transformation de l'acier	-33,9%	107,0%
F52 - Production de métaux non ferreux	-18,8%	84,0%
F53 - Fonderie	0,9%	-5,4%
F54 - Services industriels du travail des métaux	-0,9%	4,6%
F55 - Fabrication de produits métalliques	-6,4%	18,0%
F61 - Fabrication de matériel électrique	11,3%	-44,4%
F62 - Fabrication de composants électroniques	19,7%	-52,3%
G14 - Cokéfaction et industrie nucléaire	122,0%	-42,5%
G15 - Raffinage de pétrole	26,5%	120,3%
G21 - Production et distribution d'électricité, de gaz et de chaleur	24,8%	-1,9%
G22 - Captage, traitement et distribution d'eau	29,3%	6,3%

Fuente: SESSI, *Enquêtes Annuelles d'Entreprises*.

Tabla 8.1: Principales estadísticos descriptivos de las variables seleccionadas, modelo de salarios
(antes y después de la eliminación de *outliers*)

n=5297
T =9

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
W/K	33752	.3085168	.3905704	9.29e-07	10.5
W/K (sin outlayers)	33225	.2748759	.2769328	9.29e-07	1.869865
L/K	28380	.0094104	.0347969	6.26e-08	3.4375
L/K (sin outlayers)	28245	.0082672	.0147372	6.26e-08	.1485729
S/K	35429	2.505553	76.31534	5.62e-07	13544.96
S/K (sin outlayers)	35423	1.865907	1.704379	5.62e-07	32.03643
Y/K	32024	.3981657	.4606599	-29.13218	24.83333
Y/K (sin outlayers)	31698	.3764705	.3224319	-1.310967	2.237799
B/K	36445	.0864442	.1976385	-13.03478	4
B/K (sin outlayers)	36308	.0890919	.1176759	-.7	.8626853
Pf/K	34329	.0204943	.4228778	1.83e-07	72.33049
Pf/K (sin outlayers)	34317	.0164317	.0318398	1.83e-07	1.605136

Proporción de observaciones eliminadas para cada variable:
- Salario (*W/K*): 1,56%
- Tamaño (*L/K*): 0,47%
- Competitividad (*S/K*): 0,017%
- Productividad (*Y/K*): 1,01%
- Rentabilidad (*B/K*): 0,37%
- Pagos a los mercados financieros (*Pf/K*): 0,035%

Fuente: Orbis. Elaboración propia.

Tabla 8.2: Descripción de las decisiones metodológicas adoptadas para seleccionar la muestra final de empresas
(modelo de salarios)

Descripción de cada decisión metodológica sucesivamente adoptada:	**Cantidad de empresas restantes en la base de datos tras cada decisión metodológica:**
Selección de empresas de Orbis bajo el rótulo "*very large companies*"	8763
Eliminación de empresas con códigos SIC entre 6000 y 6799	5297
Eliminación *outliers*	5278
Eliminación de empresas sin datos para las variables seleccionadas	4256

Fuente: Elaboración propia.

Tabla 8.3: Estimación del impacto de la financiarización sobre los salarios
(modelo PCSE controlando para heterocedasticidad y autocorrelación, por sector económico)

	(1) NO_FINANC	(2) AGRO_EXT	(3) INDUST	(4) MANUFACT	(5) SERVIC	(6) UTILIT	(7) COMERC	(8) OT_SERVIC
L/K	5.9530***	5.4473***	15.0004***	14.7065***	4.3720***	15.0038***	7.3053***	2.2709***
	(0.2507)	(1.4746)	(1.1312)	(1.2164)	(0.2574)	(1.3089)	(0.6144)	(0.1901)
S/K	0.0034***	0.0649***	0.0127***	0.0119***	0.0018***	0.0218***	0.0023***	0.0317***
	(0.0004)	(0.0157)	(0.0015)	(0.0015)	(0.0004)	(0.0028)	(0.0004)	(0.0044)
Y/K	0.6733***	0.2707***	0.4054***	0.3897***	0.7565***	0.3616***	0.5946***	0.8260***
	(0.0106)	(0.0429)	(0.0181)	(0.0181)	(0.0130)	(0.0421)	(0.0211)	(0.0137)
B/K	-0.5870***	-0.3396***	-0.3625***	-0.3532***	-0.6590***	-0.3503***	-0.4799***	-0.7854***
	(0.0127)	(0.0520)	(0.0177)	(0.0184)	(0.0166)	(0.0441)	(0.0222)	(0.0229)
Pf/K	-0.2931***	0.2405	-0.1941***	-0.1243*	-0.3235***	-0.1783***	-0.2706***	-0.3231**
	(0.0382)	(0.1463)	(0.0505)	(0.0533)	(0.0488)	(0.0427)	(0.0663)	(0.1156)
N	25942	281	11665	10127	13962	2291	7891	3780
r2	0.8529	0.6166	0.7897	0.7693	0.8857	0.8201	0.8332	0.9185

Standard errors in parentheses
* p<0.05, ** p<0.01, *** p<0.001

* El modelo incluye un término autorregresivo de orden 1 AR(1)
** Para más detalles sobre los códigos SIC incluidos en los distintos grupos sectoriales véase la tabla 6.3 de anexo estadístico.

Fuente: Orbis. Elaboración propia.

Tabla 8.4: Estimación del impacto de la financiarización sobre los salarios
(modelo PCSE controlando para heterocedasticidad y autocorrelación, por tamaño empresarial)

	(1) GRUPO_1	(2) GRUPO_2	(3) GRUPO_3	(4) GRUPO_4
L/K	11.1686***	10.0737***	4.8933***	3.1664***
	(1.2917)	(0.8814)	(0.5063)	(0.2361)
S/K	0.0202***	0.0038***	-0.0000	-0.0006
	(0.0022)	(0.0008)	(0.0007)	(0.0005)
Y/K	0.4038***	0.5837***	0.7767***	0.8067***
	(0.0375)	(0.0249)	(0.0188)	(0.0122)
B/K	-0.2909***	-0.5117***	-0.7214***	-0.7036***
	(0.0402)	(0.0257)	(0.0202)	(0.0177)
Pf/K	-0.0731	-0.3552**	-0.4450***	-0.3108***
	(0.0618)	(0.1194)	(0.1188)	(0.0681)
N	4988	8042	6218	6694
r2	0.6772	0.8232	0.8923	0.9124

Standard errors in parentheses
* p<0.05, ** p<0.01, *** p<0.001

* El modelo incluye un término autorregresivo de orden 1 AR(1)
**GRUPO 1: activos totales superiores a 300 millones de euros. GRUPO 2: activos totales entre 100 y 300 millones de euros. GRUPO 3: activos totales entre 50 y 100 millones de euros. GRUPO 4: activos totales inferiores a 50 millones de euros.

Fuente: Orbis. Elaboración propia.

Fuentes estadísticas y bases de datos

- Annual Macro-Economic Database of the European Commission (AMECO): *http://ec.europa.eu/economy_finance/ameco/user/serie/SelectSerie.cfm*

- Bank for International Settlements (BIS) Statistics: http://www.bis.org/statistics/index.htm?l=2

- Banque de France, séries statistiques, *base de données Webstat*: http://www.banque-france.fr/economie-et-statistiques/base-de-donnees.html

- Base de données européenne contenant des informations agrégées sur les entreprises non financières (Bach): http://www.bachesd.banque-france.fr/

- Bureau Van Dijk, AMADEUS database: http://www.bvdinfo.com/Products/Company-Information/International/AMADEUS.aspx

- Bureau Van Dijk, ORBIS database: http://www.bvdinfo.com/Products/Company-Information/International/ORBIS.aspx

- Centre d'études prospectives et d'informations internationales (CEPII), *Séries longues macroéconomiques : http://www.cepii.fr/francgraph/bdd/villa/mode.htm*

- Euronext, *Euronext Fact Books*: https://europeanequities.nyx.com/en/resource-library/yearly-statistics?archive=last_year

- European Federation of Employee Share Ownership (EFES): http://www.efesonline.org/

- European Restructuring Monitor (ERM): http://www.eurofound.europa.eu/emcc/erm/index.htm

- Direction de l'Animation de la Recherche, des Études et des Statistiques (DARES): http://travail-emploi.gouv.fr/etudes-recherche-statistiques-de,76/

- Direction de l'Animation de la Recherche, des Études et des Statistiques (DARES), *Enquête REPONSE (Relations professionnelles et négociations d'entreprise)*: http://travail-emploi.gouv.fr/etudes-recherche-statistiques-de,76/statistiques,78/relations-professionnelles,85/enquete-reponse-relations,280/

- Fusions et Acquisitions Magazine: http://www.fusions-acquisitions.fr/

- Institut National de la Statistique et des Études Économiques (INSEE), *Comptabilité nationale*: http://www.bdm.insee.fr/bdm2/choixTheme.action?code=1

- Institut National de la Statistique et des Études Économiques (INSEE), *Compte des ménages*: http://www.insee.fr/fr/themes/theme.asp?theme=16&sous_theme=2.4

- Institut National de la Statistique et des Études Économiques (INSEE), *Compte des sociétés non*

financières: http://www.insee.fr/fr/themes/theme.asp?theme=16&sous_theme=5.3.1

- Institut National de la Statistique et des Études Économiques (INSEE), *Comptes financiers des sociétés non financières*: http://www.insee.fr/fr/themes/theme.asp?theme=16&sous_theme=5.4.1

- Institut National de la Statistique et des Études Économiques (INSEE), *Comptes de patrimoine des sociétés non financières*: http://www.insee.fr/fr/themes/theme.asp?theme=16&sous_theme=5.4.2

- Institut National de la Statistique et des Études Économiques (INSEE), *Répertoire des entreprises contrôlées majoritairement par l'État*:http://www.insee.fr/fr/themes/document.asp?ref_id=recme2010

- Service des études et des statistiques industrielles (SESSI), Ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie, *Enquêtes Annuelles d'Entreprises*: http://www.insee.fr/sessi/enquetes/eae/eae.htm

- Service des études et des statistiques industrielles (SESSI), Ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie, *Enquête sur les Relations Inter-entreprises*: http://www.insee.fr/sessi/enquetes/erie/erie03.htm

- The Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD), *Institutional Investors Statistics Database* : http://stats.oecd.org/Index.aspx?DatasetCode=7IA

- World Bank, *World Development Indicators* (WDI): http://www.world-exchanges.org/statistics/annual

- World Federation of Exchanges (WFE), *Annual Statistics Reports*: www.world-exchanges.org

Bibliografía

Abowd, J. (1990): “The effects of human resource management decisions on shareholder value”, *Industrial and labor relations review*, February, volume 43 nº3.

Aglietta, M. (1998): *Le capitalisme de demain*, Notes de la fondation Saint- Simon, Paris.

Aglietta, M. (2000): “Shareholder value and corporate governance: some tricky questions”, en *Economy and Society*, Volume 29, Number 1, February 2000.

Aglietta, M. (2001a): *Macroéconomie financière. Volumen 1, Finance, croissance et cycles*, La Découverte, Paris.

Aglietta, M. (2001b): “Systèmes financiers et régimes de croissance”, *Revue d´Economie Financière*, nº61, Paris.

Aglietta, M. (2002): "Des mutations du capitalisme : une société salarial schizophrène?" en Forum Européen de Confrontations (2002): *Capitalisme: quoi de neuf ? Caractéristiques du capitalisme contemporain*, Espaces Marx-Editions Syllepse, Paris.

Aglietta, M. (2004) : "L´utopie de la valeur actionnariale", *Alternatives Economiques*, nº226, juin 2004, Paris.

Aglietta, M. y Breton, R. (2001): “Financial systems, corporate control and capital accumulation”, en *Economy and Society*, Volume 30, Number 4, November 2001:433-466.

Aglietta, M. y Reberioux, A. (2004) : *Dérives du capitalisme financier*, Albin Michel, Paris.

Albarracín, D. (2010): “Capitalismo tardío, ¿Quo Vadis?”, *XII Jornadas de Economía Crítica,* 11-12 de Febrero de 2010, Zaragoza.

Albouy, M. (2000) : “A qui profitent les fusions-acquisitions? Le regard du financier”, *Revue Française de Gestion*, n° 131, novembre-décembre 2000, pp. 70-84

Álvarez Peralta, I. (2006): “El pacto de estabilidad y crecimiento ¿Qué margen para una gestión macroeconómica en Europa?”, *Estudios Económicos de Desarrollo Internacional*, Vol. 6, Número 2, Julio-Diciembre 2006.

Álvarez Peralta, I. (2007): *Financiarización, nuevas estrategias empresariales y dinámica salarial: el caso de Francia entre 1980 y 2006*. Trabajo de Investigación-DEA, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, UCM, Madrid.

Álvarez Peralta, I. (2008): “Financiarización económica y relación salarial en las economías desarrolladas”, *Problemas del Desarrollo. Revista Latinoamericana de Economía*, Vol. 39, Núm. 155, Octubre-Diciembre, Universidad Nacional Autónoma de México, México D.F.

Álvarez Peralta, I. y Buendía García, L. (2009): “El ajuste salarial en EE.UU. entre 1980-2006: ¿La excepción norteamericana?”, en VV.AA. (2009): *Ajuste y salario. Las consecuencias del neoliberalismo en América Latina y EE.UU.*, Fondo de Cultura Económica, Madrid.

Álvarez Peralta, I. y Luengo Escalonilla, F. (2009a): “Impact of international offshoring on the labour market. A reflection on the conceptual and methodological aspects”, *Papeles de Europa*, vol.18, Instituto Complutense de Estudios Internacionales.

Álvarez Peralta, I. y Luengo Escalonilla, F. (2009b): “Las ampliaciones de la Unión Europea, desafíos comerciales para la economía española”, *Cuadernos de Información Económica*, No. 209, Marzo-Abril 2009, Funcas, Madrid.

Álvarez Peralta, I. y Medialdea García, B. (2006): “La mundialización financiera y el enfoque del

capitalismo patrimonial: ¿accionariado salarial o retroceso laboral?", *X Jornadas de Economía Crítica-Congreso Internacional,* Universitat Autonoma de Barcelona.

Álvarez Peralta, I. y Medialdea García, B. (2008): "Financial Globalization and Labor: Employee Shareholding or Labor Regression?", Working Paper Series, No. 172, Political Economy Research Institute, University of Massachusetts Amherst.

Álvarez Peralta, I. y Medialdea García, B. (2010): "La influencia de la financiarización sobre el gobierno corporativo de la empresa: el papel de los inversores institucionales", *Revista de Economía Mundial*, nº 24, 2010, Huelva (ISSN: 1576-0162).

Amable, B.; Ernst, E. y Palombarini, S. (2005): "How do financial markets affect industrial relations: an institutional complementarity approach", *Socio-Economic Review*, 2005 3(2), Oxford University Press, Oxford.

Amess, K. y Wright, M. (2007): "The Wage and Employment Effects of Leveraged Buyouts in the UK", *International Journal of the Economics of Business*, Vol. 14, No. 2.

AMF (2004): "Les opérations de rachat d'actions en France: bilan statistique", *Revue Mensuelle de l'Autorité des Marchés Financiers*, Nº8, Novembre 2004, Paris.

Andersson, T., Haslam, C., y Lee, E. (2006): "Financialized accounts: Restructuring and return on capital employed in the S&P 500", *Accounting Forum, 30* (1), 21-41.

Andersson, T., Haslam, C., Lee, E., y Tsitsianis, N. (2007): "Financialized accounts: A stakeholder account of cash distribution in the S&P 500 (1990–2005)", *Accounting Forum, 31*(3), 217-232.

Andersson, T., Haslam, C., Lee, E., y Tsitsianis, N. (2008): "Financialization directing strategy", *Accounting Forum*, 32(4), 261-275.

Andersson, T., Haslam, C., Lee, E., Katechos, G., y Tsitsianis, N. (2010): "Corporate strategy financialized: Conjuncture, arbitrage and earnings capacity in the S&P500", *Accounting Forum, In Press, Corrected Proof.*

Aparicio, J. y Márquez, J. (2005): "Diagnóstico y Especificación de Modelos Panel en Stata 8.0", División de Estudios Políticos, Centro de Investigación y Docencia Económicas, México D.F.

Arellano, M. (2003): *Panel Data Econometrics*, Oxford University Press, Oxford.

Arestis, P. y Demetriades, P.O. (1997): "Financial Development and Economic Growth: Assessing The Evidence." *The Economic Journal* 107: 783-799.

Arestis, P., Demetriades, P.O. y Luintel, K (2001): "Financial Development and Economic Growth: the Role of Stock Markets." *Journal of Money, Credit and Banking* 33 (1) 16-41.

Arestis, P., Baddeley, M. y McCombie, J. (2002): *What global economic crisis?*, Palgrave Macmillan, London.

Argitis, G. y Pitelis, Ch. (2006): "Global Finance, Income Distribution and Capital Accumulation", *Contributions to Political Economy, N*o. 25, pp:63-81

Arrizabalo Montoro, X. (ed.) (1997): *Crisis y ajuste en la economía mundial: implicaciones y significado de las políticas del FMI y el BM*, Ed. Síntesis, Madrid.

Arrizabalo Montoro, X. (2011): "El imperialismo, los límites del capitalismo y la crisis actual como encrucijada histórica", en Gómez Serrano, P. J. (ed.) (2011): *Economía Política de la Crisis*, Editorial Complutense, Madrid.

Artus P. y Cohen, D. (1998) : *Partage de la valeur ajoutée*, Rapport du Conseil d'Analyse économique, n°2, La documentation française, Paris.

Artus, P. (2005) : *Le capitalisme est en train de s'autodétruire*, La Découverte, Paris.

Astarita, R. (2008): “Crítica de la tesis de la financiarización”, Documento de trabajo http://www.rolandoastarita.com

Asteriou, D. (2006): *Applied econometrics: A modern approach using EViews and Microfit*, Palgrave Macmillan, New York.

Atanasov, J. y Kim, E. H. (2009): “Labor and Corporate Governance: International Evidence from Restructuring Decisions”, *The Journal of Finance*, Vol. LXIV, No.1, February.

Aubert, P. y Sillard, P. (2005): “Delocalisations et reductions d’effectifs dans l’ industrie française”, *L'économie française-Comptes et dossiers,* 2005, INSEE, Paris.

Balassa, B. (1981): “The French Economy under the Fifth Republic 1958-1978”, en Andrews, W. G. y Hoffman, S. (1981): *The Fifth Republic at Twenty*, State University of new York Press, N.Y.

Baleste, M. (1995): *L’Economie Française*, Armand Colin, Paris.

Balling, M.; Hennessy, E. y O’Brien, R. (1998): *Corporate Governance, Financial Markets and Global Convergence*, Kluwer Acedemic Publishers, The Netherlands.

Baltagi, B. H. (2002): *Recent developments in the econometrics of panel data*, Edward Elgar, Cheltenham.

Baltagi, B. H. (2005): *Econometric analysis of panel data* (3rd ed.), John Wiley & sons, Chichester.

Banque de France (2011): "La détention par les non-résidents des actions des sociétés françaises du CAC 40 à fin 2010", *Bulletin de la Banque de France,* N°184, 2e trimestre 2011, Paris.

Barthélémy, J. (2004) : **"**Comment réussir une opération d'externalisation**",** *Revue Française De Gestion, 30*(151), 9.

Basu, D. y Vasudevan, R. (2012): “Technology, Distribution and the Rate of Profit in the US Economy: Understanding the Current Crisis”, *Political economy and the outlook for capitalism*, Joint International Conference AHE, IIPPE, FAPE, July 5-7, 2012, Paris.

Batsch, L. (1993) : “La diversité des activités des groupes industriels. Une approche empirique du recentrage”, *Revue d'économie industrielle,* Vol. 66, No. 1, p. 33 - 50

Batsch, L. (2002): *Le capitalisme financier*, La Découverte, Paris.

Batsch, L. (2003): “Le recentrage: Une revue des approches financières”, *Revue Finance, Contrôle, Stratégie, 6*(2), 43.

Batsch, L. (2004): *Finance et stratégie*, Economica, Paris.

Beaujolin, R. (1998): "Les engrenages de la décision de réduction des effectifs", *Travail et Emploi,* Nº 75, 02/1998, Documentation Française.

Beck, N. (2001): “Time-Series-Cross-Section Data: What have we learned in the past few years?”, *Annual Review of Political Science, 4*(1), 271.

Beck, N., y Katz, J. N. (1995): “What to do (and not to do) with time-series cross-section data”, *The American Political Science Review, 89*(3), 634-647.

Beckmann, T., y Forbes, W. (2004): “An examination of takeovers, job loss and the wage decline within UK industry”, *European Financial Management, 10* (1), 141-165.

Beffa, J-L. (2000) : “Ce que le marché demande à l´entreprise”, *Sociétal*, nº28, Mars, Paris.

Bellamy Foster, J. (2010): “The Financialization of Accumulation”, *Monthly Review*, Volume 62, Number 5, October 2010.

Bellamy Foster, J. y Magdoff, F. (2009): *La gran crisis financiera*, FCE, Madrid.

Berger, Ph. y Ofek, E. (1995): “Diversification’s effect on firm value”, *Journal of Financial Economics*,

Vol. 37, pp: 39-65.

Berger, Ph. y Ofek, E. (1999): “Causes and effects of corporate refocusing programs”, *The Review of Financial Studies*, Vol. 12, No.2.

Bertrand, M. y Mullainathan, S. (2003): “Enjoying the Quiet Life? Corporate Governance and Managerial Preferences”, *The Journal of Political Economy*, Vol. 111, No. 5 (October 2003), pp. 1043-1075, The University of Chicago Press.

Betbèze, J.-P. (2003): *Les dix commandements de la finance*, Odile Jacob, Paris.

Black, B., Gospel, H. y Pendleton, A. (2005): ‘Finance, Corporate Governance, and Labour: Evidence from OECD countries’, King’s College London, mimeo.

Black, B., Gospel, H., y Pendleton, A. (2007): “Finance, corporate governance and the employment relationship”, *Industrial Relations, 46* (3), 643.

Black, B., Gospel, H., y Pendleton, A. (2008): “The impact of equity markets and corporate governance on labour market flexibility”, *The International Journal of Human Resource Management,* 19(10), 1792.

Bordo, M., Eichengreen, B. y Irwin, D. (1999): “Is globalization today really different than globalization a hundred years ago?”, *Working Paper 7195*, NBER Cambridge.

Bowman, E.H. y Singh, H. (1993): “Corporate restructuring: reconfiguring the firm”, *Strategic Management Journal*, vol. 14, Special Issue, 5-14.

Boyer, R. (1997): “French Statism at the Crossroads”, en Crouch, C. y Streeck, W. (eds.) (1997): *Political Economy of Modern Capitalism*, Francis Pinter, London.

Boyer, R. (1998) : "La politique à l'ère de la mondialisation et de la finance: le point sur quelques recherches régulationnistes", *CEPREMAP Working Papers,* No. 9820, Paris.

Boyer, R. (2000): “Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis”, en *Economy and Society*, Volume 29, Number 1, February 2000.

Boyer, R. (2001): “Du rapport salarial fordiste a la diversité des relations salariales”, CEPREMAP Working Papers (Couverture Orange).

Boyer, R. (2004) : *Théorie de la régulation.1 Les fondamentaux*, La Découverte, Paris.

Boyer, R. (2005): “From Shareholder Value to CEO Power: The Paradox of the 1990s”, *Working Paper nº 10-2005*, Paris-Jourdan Sciences Economiques, Paris.

Brandimarte, J.P., Fallon, W. y McNish, R. (2001): “Trading the corporate portfolio. A systematic approach to buying and selling assets can deliver superior shareholder returns”, *McKinsey on Finance*, No. 2, autumn 2001, McKinsey&Company.

Brenner, R. (2004): “¿Nueva expansión o nueva burbuja? La trayectoria de la economía estadounidense”, *New Left Review,* Nº 25, pags. 55-96.

Brickley, J., Lease, R. C. y Smith, J. R. (1988): “Ownership structure and voting on anti-takeover amendments”, *Journal of Financial Economics*, 20, 267-291.

Brunhoff, S., Chesnais, F., Duménil, G., Lévy, D. y Husson, M. (2006) : *La finance capitaliste*, Séminaire d’Études Marxistes-Actuel Marx, PUF, Paris.

Bryan, D., Martin, R. y Rafferty, M. (2009): “Financialization and Marx: Giving Labor and Capital a Financial Makeover”, *Review of Radical Political Economics*, Volume 41, No. 4, Fall 2009, 458-472.

Bunel, M., Duhautois, R. y Gonzalez, L. (2008): “Quelles sont les conséquences des fusions-acquisitions sur l'emploi?", *Revue économique*, 2008/3, Vol. 59, Presses de Sciences Po.

Bustelo, P. (2007): “Progreso y alcance de la globalización financiera: Un análisis empírico del periodo 1986-2004”. *Boletín económico de ICE, Información Comercial Española*, nº 2.922.

Cahiers Français (2001): *Bourse et marchés financiers*, nº 301, mars-avril 2001, La documentation française, Paris.

Cámara, S. (2010): “Rentabilidad, acumulación y crisis neoliberal en Estados Unidos”, *XII Jornadas de Economía Crítica*, 11-12 de Febrero de 2010, Zaragoza.

Cameron, C. A., y Trivedi, P. K. (2009): *Microeconometrics using stata*, Stata Press, College Sation Texas.

Campa, J. M., y Hernando, I. (2004): “Shareholder value creation in European M&As”, *European Financial Management, 10*(1), 47-81.

Campa, J. M. y Kedia, S. (2009): “Explaining the Diversification Discount”, *The Journal of Finance*, Vol. 57, No. 4.

Cappelli, P. (1999): *The New Deal at Work. Managing the Market-Driven Workforce*, Harvard Bussiness School Press, MA.

Cappelli, P., Bassi, L., Katz, H., Knoke, D., Osterman, P. y Useem, M. (1997): *Change at Work*, Oxford University Press, New York.

Caraballo Pou, M.A. (1996): “Salarios, productividad y empleo: la hipótesis de los salarios de eficiencia”, *Cuadernos de Estudios Empresariales*, No. 6, UCM, Madrid.

Carruth, A., Dicerson, A. y Henley, A. (2000): “What do we know about investment under uncertainity?”, *Journal of Economic Survey* 24, 2:119-153

Cartapanis, A. (2004) : *Les marchés financiers internationaux*, La Découverte, Paris.

Chandler, A. D. (1966): *Strategy and structure: Chapters in the history of the industrial enterprise,* (3rd print. ed.), MIT Press, Cambridge, Mass.

Charléty, P. (2001): “Le gouvernement d´entreprise : évolution en France depuis le rapport Viénot de 1995", *Revue d´Economie Financière* nº 63, Paris.

Charlety-Lepers, P. y Sassenou, M. (1994): “L'impact patrimonial des offres publiques d'achat et d'échange. Le cas français", *Revue Economique*, May 1994, Vol. 45, Numéro 3.

Chatterjee, S., Harrison, J. S. y Bergh, D. (2003): “Failed Takeover Attempts, Corporate Governance And Refocusing”, *Strategic Management Journal* No. 24 (2993), 87-96.

Chen, X., Ender, P., Mitchell, M. y Wells, C. (2003): *Regression with Stata*, UCLA, http://www.ats.ucla.edu/stat/stata/webbooks/reg/default.htm

Chene, N. (2008): "Le droit de vote double en France : Panorama de son utilisation et impact en termes de valorisation des sociétés", Memoire de Recherche, HEC, Paris.

Chesnais, F. (comp.) (1999): *La mundialización financiera. Genesis, costes y desafios*, Ed. Losada, Buenos Aires.

Chesnais, F. (2003): "La teoría del régimen de acumulación financiarizado: contenido, alcance e interrogantes", *Revista de Economía Crítica, nº1*, Abril 2003.

Chesnais, F. (dir.) (2004) : *La finance mondialisée. Racines sociales et politiques, configuration, conséquences*, La Découverte, Paris.

Chesnais, F. (2006): "*La prééminence de la finance au sein du «capital en général», le capital fictif et le mouvement contemporain de mondialisation du capital* ", en Brunhoff, S. *et al.* (2006): *La finance capitaliste*, Séminaire d’Études Marxistes-Actuel Marx, PUF, Paris.

Chesnais, F. (2009): “Putting «financialisation» in its correct place: the truly global and historical

nature of the crisis", seminario *Marxist analyses of the global crisis*, 2-4 Octubre de 2009, International Institute for Research and Education (IIRE), Amsterdam.

Chesnais, F. y Plihon, D. (coord.) (2003): *Las trampas de las finanzas mundiales*, Akal, Madrid.

Chirinko, R. (1993): "Business fixed investment spending: empirical results and policy implications", *Journal of Economic Literature*, vol. 31, no. 4, 1875–911.

Chirinko, R., Fazzari, S. y Meyer, A. (1999): "How responsive is business capital formation to its user cost? an exploration with micro data", *Journal of Public Economics*, vol. 74, 53–80

Clévenot, M. y Mazier, J. (2005): "Investment and rate of profit in a financial context. The French case", April 2005, UMR n° 7115, CEPN-CNRS, University Paris-Nord.

COB-Altéida (1999): *L'actionnariat salarié. Étude auprès des entreprises cotées à la Bourse de Paris*, Commission des Operations de Bourse-Groupe Altédia, Paris.

Colletis, G. (2004) : "Evolution du rapport salarial, financiarisation et mondialisation", *Cahiers du GRES nº2004-15*, GRES (Groupement des Recherches Economiques et Sociales), IFReDE & LEREPS, Toulouse.

Comment, R. y Jarrell, G.A. (1995): "Corporate Focus and Stock Returns", *Journal of Financial Economics*, Volume 37, Number 1, January 1995, pp. 67-87(21).

Commissariat Général du Plan (1999): *La Nouvelle Nationalité de l´entreprise*, La Documentation française, Paris.

Commissariat Général du Plan (2001): *Concentration de l´actionnariat et gouvernement d´entreprise,* Ed. Laboratoire, Paris.

Commissariat Général du Plan (2002): *Rentabilité et risque dans le nouveau régime de croissance*, La Documentation française, Paris.

Commissariat Général du Plan (2004): *Mondialisation et recomposition du capital des entreprises européennes*, La Documentation française, Paris.

Conyon, M., Girma, S., Thompson, S. y Wright, P. (2001): "Do hostile mergers destroy jobs?", *Journal of Economic Behavior & Organization*, Volume 45, Issue 4, p. 427-440.

Cordonnier, L. (2006): "Le profit sans accumulation: la recette du capitalisme gouverné par la finance", *Innovations: Cahiers d'économie de l'innovation*, vol. 23, nº1, pp: 51-72.

Coriat, B. (1995): "France. Un fordisme brisé…et sans successeur ", en Boyer, Robert y Saillard, Y. (eds.) (1995): *Théorie de la régulation. L'État des savoirs*, La Découverte, Paris.

Cornwall, J. (1977): *Modern Capitalism: Its Growth and Transformations*, Martin Robertson, Oxford.

Correa, E. y Girón, A. (coord.) (2004): *Economía Financiera Contemporánea*, tomo I, Ed. Miguel Ángel Porrúa, México D.F.

Coutinet, N. y Sagot-Duvaurox, D. (2003): *Économie des fusions et acquisitions*, La Découverte, Paris.

Coutrot, T. (1998) : *L´entreprise néo-libérale, nouvelle utopie capitaliste ?*, La Découverte, Paris.

Coutrot, T. (1999) : *Critique de l'organisation du travail*, La Découverte, Paris.

Coutrot, T. (2000): "Innovations dans le travail: la pression de la concurrence internationale, l'atout des qualifications", *Premières informations et premières synthèses,* DARES, nº09.2, Paris.

Crotty, J. (2005): "The Neoliberal Paradox: The Impact of Destructive Product Market Competition and 'Modern' Financial Markets on Nonfinancial Corporation Performance in the Neoliberal Era" en Epstein, G. (2005): *Financialization and the World Economy*, Edward Elgar Publishing, London.

Culpepper, P., Hall, P. y Palier, B. (2006): *Changing France. The Politics that Markets Make*, Palgrave

MacMillan, New York.

d'Arcimoles, C.H. (1995): "Risque social et allocation optimale des fonds pour la création d´un rating social", *Analyse financière*, septembre nº 104.

d'Arcimoles, C.H. (1997): "Information sociales, bilan social et évaluation financière de l'entreprise : une analyse des pratiques et attentes des professionnels", LIRHE, colloque *Vingtième anniversaire du bilan social*, 5-6 juin 1997, Université des Sciences Sociales, Toulouse I.

d'Arcimoles C.H. y Fakhfakh, F. (1997): "Licenciements, structure de l'emploi et performance de l'entreprise: une analyse longitudinale 1987-1993", en Trembalay, M. y Sire, B. (éd): *GRH face à la crise, GRH en crise*, Montréal, Presses HEC, p. 21-36.

Dallery. T. (2009): "Post-Keynesian Theories of the Firm under Financialization", *The Review of Radical Political Economics*, December 2009 vol. 41 no. 4, 492-515.

Dallery, T. (2010): *Le divorce rentabilité/croissance dans le capitalisme financiarisé. Changements de régimes, équilibres, instabilités et conflits*, Thèse de Doctorat en Sciences Economiques, Faculté des Sciences Economiques et Sociales, Université Lille 1.

Dallery, T. y van Treeck, T. (2009): "Objetivos empresariales, regímenes de crecimiento macroeconómico y finanzas", *Ekonomiaz* N.72, 3er cuatrimestre, 2009.

De Boissieu, C. (dir.) (1997): *Les mutations de l´économie française*, Economica, Paris.

De Boissieu, C. (dir.) (2004): *Les systèmes Financiers. Mutations, crises et régulations*, Economica, Paris.

Della Gaspera, S.: "Trente ans de déréglementation financière", en Cahiers Français (2001): *Bourse et marchés financiers*, nº 301, mars-avril 2001, La documentation française, Paris.

Demartini, A. y Deneuve, C. (2000): "Les entreprises doivent-elles désormais fusionner pour survivre?", en de Boissieu (2000): *Les Mutations de l'économie mondiale*, Economica, Paris.

Demir, F. (2009): "Financial liberalization, private investment and portfolio choice: Financialization of real sectors in emerging markets", *Journal of Development Economics, 88*(2), 314-324.

Desai, A. y Jain, P., (1999): "Firm performance and focus: Long run stock market performance following spin-offs", *Journal of Financial Economics,* Vol. 44, p. 75-101.

Desbriéres, P. y Schatt, A. (2002): "The impacts of LBOs on the performance of acquired firms: the French Case", *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 29, No. 5, pp- 695-729.

Desplatz, R., Jamet, S., Passeron, V. y Romans, F. (2003): "La modération salariale en France depuis le début des années 1980", *Économie et Statistique,* N° 367, Paris.

Devogelaer, D. (2003): "European refocusing throughout the nineties", Faculty of Economics and Applied Economics, KULeuven, Belgium.

Dore, R. (2005): *Capitalismo bursátil: Capitalismo de bienestar. Japón y Alemania versus los anglosajones*, Akal, Madrid.

Dranikoff, L., Koller, T. y Schneider, A. (2002): "Divestiture: Strategy's Missing Link", *Harvard Business Review*, may 2002, Harvard, Massachusetts.

Drucker, P. F. (1954): *The practice of management*, Harper & Row, New York.

Duménil, G., y Lévy, D. (1999): "Being Keynesian in the Short Term and Classical in the Long Term: The Traverse to Classical Long-Term Equilibrium", *The Manchester School*, Vol. 67(6), pp. 684-716.

Duménil, G. y Lévy, D. (2002): "The real and financial components of profitability (USA 1948-2000)", CEPREMAP working papers, Paris.

Duménil, G., y Lévy, D. (2004): *Capital resurgent: Roots of the neoliberal revolution* [Crise et sortie de crise.], Harvard University Press, Cambridge.

Duménil, G., y Lévy, D. (2005): "Costs and Benefits of Neo-Liberalism: A Class Analysis", en Epstein, G. (ed.) (2005): *Financialization and the world economy* Cheltenham, Elgar, Mass.

Duménil, G. y Lévy, D. (2006) : "La finance capitaliste : rapports de production et rapports de classe", en Brunhoff, S. *et al*. (2006) : *La finance capitaliste*, Séminaire d'Études Marxistes-Actuel Marx, PUF, Paris.

Duménil, G., y Lévy, D. (2011): *The crisis of neoliberalism*, Harvard University Press, Cambridge, MA.

Dünhaupt, P. (2010): "Financialization and the rentier income share: evidence from the USA and Germany", Working Paper Series 2/2010, Hans Boeckler Foundation.

Durant, D. y Girard, E. (2004): "Quels indicateurs pour la dette des entreprises françaises?", *Analyses Économiques*, nº30, Février 2004, Direction de la Prévision, Ministère de l'Economie des Finances et de L'Industrie.

Eatwell, J. y Taylor, L. (2000): *Global Finance at Risk*, Polity Press, Cambridge.

Edwards, T. (2002): "Corporate governance systems and the nature of industrial restructuring", European Industrial Relations Observatory (EIRO), European Foundation for the Improvement of Living and Working Conditions, Dublin.

EIRO (2005): "Changes in national collective bargaining systems since 1990", European Industrial Relations Observatory, European Foundation for the Improvement of Living and Working Conditions.

Engelen, E. (2008): "The Case for Financialization", *Competition & Change*, Vol. 12, No. 2, June 2008 111-119.

Epstein, G. (ed.) (2005): *Financialization and the World Economy*, Edward Elgar Publishing, London.

Ernst, E. (2004): "Financial Systems, Industrial Relations and Industry Specialization: An Econometric Analysis of Institutional Complementarities", en Schubert, H. (ed.) (2004): *The Transformation of the European Financial System*, Proceedings of the 1st OeNB Workshop, Vienna, 2004, pp. 60-95.

European Commission (2007): *Employment in Europe 2007*, Directorate-General for Employment, Social Affairs and Equal Opportunities, European Commission, Brussels.

Farnetti, R. (1999): "El papel de los fondos de pensión y de inversión anglosajones en el auge de las finanzas globalizadas", en Chesnais, F. (comp.) (1999): *La mundialización financiera. Génesis, costes y desafíos*, Ed. Losada, Buenos Aires.

Fazzari, S., Hubbard, R. y Peterson, B. (1988): "Financing constraints and corporate investment", *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 1, 141–95.

Firmin, C. (2006): "Wage and employment in a finance-led economy", *Cahiers de la Maison des Sciences Économiques*, 2006/24 Centre d'Economie de la Sorbonne.

Firmin, C. (2008): *Financiarisation, repartition des revenus et croissance en France. Quelques faits stylisés à l'épreuve d'un modèle stock-flux*, Thèse Doctoral, Université Paris I Panthéon-sorbonne, U.F.R de Sciences Economiques, Paris.

Fontagne, L. y Lorenzi, J-H. (2005) : *Désindustrialisation, délocalisation*, Rapport du Conseil d´Analyse Économique, La documentation française, Paris.

Froud, J., Haslam, C., Johal, S. y Williams, K. (2000a): "Shareholder value and financialization: consultancy promises, management moves", *Economy and Society*, v. 29, nº 1, p. 80-110.

Froud, J., Haslam, C., Johal, S. y Williams, K. (2000b): "Restructuring for shareholder value and its

implications for labor", *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 24, No. 6, Cambridge.

Froud, J., Haslam, C., Johal, S. y Williams, K. (2001): "Financialisation and the Coupon Pool", *Gestão & Produção*, v. 8, nº 3, diciembre de 2001, p. 271-288.

Froud, J., Johal, S., Leaver, A. y Williams, K. (2006): *Financialization and Strategy. Narrative and numbers*, Routledge, London.

Froud, J., Leaver, A., y Williams, K. (2007): "New actors in a financialised economy and the remaking of capitalism", *New Political Economy, 12*(3), 339-347.

Galbraith, J. K. (1968): *El nuevo estado industrial*, Ariel, Barcelona.

Gespach, Fr., Jeffers, E., Mamar, H. y Plihon, D. (2005) : "Marchés financiers, investisseurs institutionnels et entreprises", Seminaire CEPN-Université Paris Nord, 25 mars 2005, Saint-Denis.

Gill, L. (2002): *Fundamentos y límites del capitalismo*, Trotta, Madrid.

Ginglinger, E. y Hamon, J. (2009): "Share repurchase regulations: Do firms play by the rules?", *International Review of Law Economics*, 29 (2009) 81-96.

Ginglinger, E. y L'Her, J-F. (2006): "Ownership Structure and Open Market Stock Repurchases in France", *The European Journal of Finance*, Vol. 12, No.1, 77-94.

Gleadle, P. y Haslam, C. (2010): "An exploratory study of an early stage R&D-intensive firm under financialization", *Accounting Forum*, 34(1), 54-65.

Goldberger, A. S. (1964): *Econometric theory*, John Wiley&Sons, New York.

Goldstein, J.P. (2009): "The Political Economy of Financialization", *Review of Radical Political Economics*, December 2009, vol. 41 no. 4, 453-457**.**

Gospel, H. y Pendleton, A. (2003): 'Financial Markets, Corporate Governance, and the Management of Labour', *British Journal of Industrial Relations*, September 2003, Vol. 41, No. 3, London.

Gospel, H. y Pendleton, A. (2005): *Corporate Governance and Labour Management: An International Comparison***,** Oxford University, Oxford.

Goyer, M. (2002): "The Transformation of Corporate Governance in France and Germany: The Role of Workplace Institutions", Working Paper 02/10, July 2002, Max Planck Institute for the Study of Societies, Cologne.

Goyer, M. (2003): "US-France Analysis Series", *Brief,* Centre on the United States and France, Washington D.C.

Goyer, M. (2006): "The Transformation of Corporate Governance in France", en Culpepper, Pepper D., Hall, P.A. y Palier, B. (2006): *Changing France. The Politics that Markets Make*, Palgrave MacMillan, New York.

Goyer, M. (2007a): "Capital Mobility, Varieties of Institutional Investors, and the Transforming Stability of Corporate Governance in France and Germany", en Hancké, *et al.* (2007): *Beyond varieties of capitalism: Conflict, contradiction, and complementarities in the European economy*, Oxford University Press, Oxford.

Goyer, M. (2007b): "Institutional Investors in French and German Corporate Governance: The Transformation of Corporate Governance and the Stability of Coordination", *Program for the Study of Germany and Europe Working Paper Series*, 07.2(2007), Center for European Studies.

Goyer, M. y Hancké, B. (2006): "Labour in French Corporate Governance: The Missing Link", en Gospel, H. y Pendleton, A. (2006): *Corporate Governance and Labour Management: An International Comparison*, Oxford University, Oxford.

Guillaumin, C. (2009): “Le désendettement des entreprises françaises: pourquoi et comment?”, *Lettre TRÉSOR-ÉCO*, nº 69, Décembre 2009, Direction Générale du Trésor et de la Politique Économique, Paris.

Gujarati, D. (2005): *Econometría* (4 ed.), Mac Graw-Hill, Madrid.

Hall, P.A. (2001): *Varieties of capitalism: The institutional foundations of comparative advantage,* Oxford University Press, Oxford.

Hall, P.A. y Gingerich, D. (2004): “Varieties of Capitalism and Institutional Complementarities in the Macroeconomy: An Empirical Analysis”, *MPIfG Discussion Paper* 04/5, Max Planck Institute for the Study of Societies, Cologne.

Hall, P.A. y Soskice, D. (eds.) (2001): *Varieties of Capitalism.The institutional foundations of comparative advantage*, Oxford University Press, Oxford.

Hamza, T. (2007): "Les déterminants de la création de valeur pour l'acquéreur”, *Revue Française de Gestion,* No. 33(176), Aug/Sep 2007, 35-52.

Hancké, B. (2002): *Large Firms And Institutional Change: Industrial Renewal and Economic Restructuring In France*, Oxford University Press.

Hancké, B., Rhodes, M. y Thatcher, M. (2007): *Beyond varieties of capitalism: Conflict, contradiction, and complementarities in the European economy*, Oxford University Press, New York.

Harper, N. y Viguerie, P. (2002): “Beyond focus: Diversifying for value. Companies that manage scope effectively deliver superior returns”, *McKinsey on Finance*, No. 3, Winter 2002, McKinsey&Company.

Haynes, M., Thompson, S. y Wright, M. (2002): “The impact of divestment on Firm Performance: Empirical Evidence from a panel of UK Companies”, *The Journal of Industrial Economics*, Volume L, No. 2, June 2002, 173-196.

Heidrick & Struggles (2003): *Is your board fit for the global challenge? Corporate governance in Europe*, Heidrick & Struggles Inc., London.

Heidrick & Struggles (2007): *Raising the bar. Corporate governance in Europe 2007 report*, Heidrick & Struggles Inc., London.

Hein, E. (2009): “Financiarización en un modelo de estática comparativa de distribución y crecimiento postkaleckiano con coherencia stock-flujo”, *Ekonomiaz* N.72, 3er cuatrimestre, 2009.

Hein, E. (2011): “Distribution, 'financialisation' and the financial and economic crisis. Iimplications for a post-crisis economic policies”, Working Paper 9/2011, Berlin School of Economics and Law, Institute for International Political Economy (IPE).

Hilferding, R. (1910): *El Capital Financiero* [edición de 1973], Ed. Tecnos, Madrid.

Holcblat**,** N. y Husson, M. (1990): *La industrie française*, La Découverte, Paris.

Horan, S.M. (1998): “A Comparison of Indexing and Beta among Pension and Non Pension Assets”, *The Journal of Financial Research*, 2, (3), pag. 255-275.

Horvath, P. *et al.* (2001): “Innovative Controllership Concepts in Corporate Practice. An International Comparison Between Germany, Great Britain, France, Italy”, *Working Paper*, Stuttgart University.

Hoskisson, R. E., Johnson, R. A., Tihanyi, L. y White, R. E. (2005): “Diversified business groups and corporate refocusing in emerging economies”, *Journal of Management, 31*(6), 941-965.

Hsiao, C. (2003): *Analysis of panel data* (2nd ed.), Cambridge University Press, Cambridge.

Huffschmid, J. (2002): "Redistribution, marches financiers et contre-réforme" en Forum Européen de Confrontations (2002): *Capitalisme: quoi de neuf ? Caractéristiques du capitalisme contemporain*,

Espaces Marx-Editions Syllepse, Paris.

Husson, M.(2001): “The Regulation School: A one-way ticket from Marx to the Saint-Simon Foundation?”, *Dictionnaire Marx Contemporain*, PUF, Paris.

Husson, M. (2008): *Un pur capitalisme*, Page Deux, Lausanne.

Husson, M (2009): “La relation entre finance et production”, en Harribey, J-M. y Plihon, D. (2009): *Sortir de la crise globale*, Attac-La Découverte, 2009.

Husson, M. (2010a): “Le débat sur le taux de profit”, *Inprecor*, nº562-563, juin-juillet 2010, Paris.

Husson, M. (2010b): “Le partage de la valeur ajoutée en Europe”, *La Revue de l’IRES* N° 64 - 2010/1, Institut de Recherches Economiques et Sociales, Paris.

ILO (2008): “Chapter 2. The role of financial globalization”, en ILO (2008): *World of Work Report 2008. Income Inequalities in the Age of Financial Globalization*, Organización Internacional del Trabajo, Ginebra.

ILO (2009): “Chapter 2. Making finance work for the real economy: Challenges for policy”, en ILO (2009): *World of Work Report 2009. The Global Jobs Crisis and Beyond*, Organización Internacional del Trabajo, Ginebra.

IMF (2007): “Chapter 5: The Globalization of Labor”, en IMF (2007): *World Economic Outlook - April 2007* (pp. 161-192).

INSEE (2006): “Évolution et répartition de la valeur ajoutée et des revenus primaires (mesure et interprétation)”, 11e colloque de l'Association de comptabilité nationale, Paris, 18, 19 et 20 janvier 2006.

INSEE (2009): *Partage de la valeur ajoutée, partage des profits et écarts de rémunérations en France*, Rapport au Président de la République, Mission présidée par Jean-Philippe Cotis (Directeur général de l’Insee), INSEE.

INSEE (2010): *Les revenus et le patrimoine des ménages. Édition 2010*, Insee Références, INSEE, Paris.

Iosub-Dobrica, F. (2008), “Shareholder value enhancing strategies - empirical evidence on multinational corporations behaviour”, *Analele Stiintifice ale Universitatii "Alexandru Ioan Cuza" din Iasi - Stiinte Economice*, 55, issue , p. 65-75.

IRES (2005): *Les mutations de l'emploi en France*, La Découverte, Paris.

Jacot, H. y Le Duigou, J.C. (2001): *Capitalisme patrimonial ou nouveau statut salarial* ?, L´Harmattan, Paris.

Jayadev, A. y Epstein, G. (2007): “The correlates of rentier returns in OECD countries*”, Working Papers 123,* January 2007, Political Economy Research Institute, University of Massachusetts at Amherst.

Jeffers, E. (1998) : «Le rôle des investisseurs américains sur la place financière de Paris à l´heure de l´euro » *Revue d´Economie Financière*, nº 48, Paris.

Jeffers, E. y Plihon, D. (2001): "Investisseurs institutionnels et gouvernance des entreprises", *Revue d´Economie Financière* nº 63, Paris.

Jensen, M. y Meckling, W. (1976): “Theory of Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, No.3, pp. 305-360.

Jetin, Bruno (2005): “Financialisation or not : is it the question ? A pragmatical answer”, Groupe de Travail Economique, LCR, Paris. http://hussonet.free.fr/gte.htm

Johal, S. y Leaver, A. (2007): “Is the Stock Market a Disciplinary Institution? French Giant Firms and

the Regime of Accumulation", *New Political Economy*, Vol. 12, No.3, September 2007.

Johnson, R. A. (1996): "Antecedents and outcomes of corporate refocusing", *Journal of Management, 22*(3), 439.

Jurgens, U., Lung, Y. y Volpato, G. (2002): "The arrival of shareholder value in the European auto industry a case study comparison of four car makers", *Competition & Change, 6*(1), 61.

Kadtler, J. y Sperling, H. J. (2002): "The power of financial markets and the resilience of operations: Argument and evidence from the German car industry", *Competition & Change, 6*(1), 81.

Kahloul, I. y Hallara, S. (2010): "The Impact of diversification on firm performance and risk: an empirical evidence", *International Research Journal of Finance and Economics*, Issue 35 (2010), 150-162.

Kalecki, M. (1973): *Estudios sobre la teoría de los ciclos económicos,* Ariel, Barcelona.

Kalmi, P., Pendleton, A. y Poutsma, E. (2005): "Financial participation and performance in europe", *Human Resource Management Journal, 15*(4), 54.

Kechidi, M. (2004): "Fusions et acquisitions: La financiarisation des loguiques de concentration", *CLES. Cahiers Lillois d'économie et de sociologie*, nº43-44, INIST-CNRS.

Kennedy, P. (2003): *A guide to Econometrics*, Blackwell Publishing, Oxford.

Keynes, J. M. (1936): *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*, Edición de 1997, Fondo de Cultura Económica, México.

Kindleberger, Ch. (1963): "The Post-War Resurgence of the French Economy", en Hoffmann, Stanley (ed.) (1963): *In Search of France*, Harvard University Press, Cambridge.

King, J.E. (2009): *Una historia de la economia postkeynesiana desde 1936*, Akal, Madrid.

Kopcke, R. y Brauman, R. (2001): "The performance of traditional macroeconomic models of businesses' investment spending", *New England Economic Review*, vol. 2, 3–39

Kregel, J. (2004): "Fragilidad financiera e inestabilidad económica", en Correa, E. y Girón, A. (coord.) (2004): *Economía Financiera Contemporánea*, tomo III, Ed. Miguel Angel Porrúa, México D.F.

Kremp, E. (1995): "Restructurations industrielles et performances financières des entreprises en France", 19e journée des Centrales de Bilans, février 1995, Centre Pierre Mendès-France, Ministère de l'Economie, Paris.

Krippner, G. R. (2005): "The financialization of the american economy", *Socio-Economic Review, 3*(2), 173-208.

La Vie Financiere (2004): "Salaires des patrons: La dérive continue", *Les dossiers bourse de la rédaction*, 01/06/2004, Paris

Landais, C. (2007), "Les hauts revenus en France (1998-2006): une explosion des inégalités?", Mimeo, Ecole d'Economie de Paris.

Lapavitsas, C. (2009a): "Financialisation, or the Search for Profits in the Sphere of Circulation", Discussion Papers Series, No. 10, Research on Money and Finance, Department of Economics, SOAS, London.

Lapavitsas, C. (2009b): "Financialised Capitalism: Crisis and Financial Expropriation", *Historical Materialism* No. 17 (2009), pp: 114-148.

Lapavitsas, C. (2010): "Financialisation and Capitalist Accumulation: Structural Accounts of the Crisis of 2007-9", Discussion Papers Series, No. 16, Research on Money and Finance, Department of Economics, SOAS, London.

Lavoie, M. (2005): *La economia postkeynesiana: un antídoto contra el pensamiento único*, Icaria

editorial, Barcelona, 2005.

Lavoie, M. (2008): “Financialisation issues in a Post-Keynesian stock-flow consistent model”, Intervention, *European Journal of Economics and Economic Policies*, Vol. 5, no. 2, 2008, pp. 331-356.

Lavoie, M. y Seccareccia, M. (2001): “Minsky’s Financial Fragility Hypothesis: A Missing Macroeconomic Link?”, en Bellofiore, R. y Ferri, P. (eds): *Financial Fragility and Investment in the Capitalist Economy: The Economic Legacy of Hyman Minsky, Volume II*, Edward Elgar, Cheltenham, 2001, pp. 76-96

Layard, R., Nickell, S. y Jackman, R. (1996): *La crisis del paro*, Alianza Economía, Madrid.

Lazonick, W. y O´Sullivan, M. (2000): “Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance”, *Economy and Society*, Volume 29, Number 1, February 2000.

Lindbeck, A. y Snower, D.J. (1988): *The Insider-Outsider Theory of Employment and Unemployment*, MIT Press, Cambridge, MA.

Linhart, D. (1994): *La modernisation des entreprises*, La Découverte, Paris.

Lordon, F. (2000a) : “La création de valeur comme rhétorique et comme pratique. Généalogie et sociologie de la valeur actionnariales”, *L´Année de la régulation*, vol. 4, 2000, Paris.

Lordon, F. (2000b): *Fonds de pension, piège à cons ? Mirage de la démocratie actionnariale*, Editions Raisons d´Agir, Paris.

Magnin, V., Rougnon, G. y Thibierge, Ch. (2000): “Désinvestissement et création de valeur: étude empirique sur le marché français”, décembre 2000, ESCP-Europe.

Mandel, E. (1999): *Les ondes longues du développement capitaliste. Une interprétation marxiste*, Editions Page deux, Paris.

Mandel, E. (1972): *El capitalismo tardío*, Era, México.

Marglin, S. y Shor, J.B. (eds.) (1991): *The Golden Age of Capitalism*, Clarendon, Oxford.

Markides, C. (1995): *Diversification, Refocusing and Economic Performance*, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts.

Markides, C. (1997): “To Diversify or Not to Diversify”, *Harvard Business Review*, November-December, 1997, Harvard, Massachusetts.

Martin, R., Rafferty, M. y Bryan, D. (2008): “Financialization, risk and labour”, *Competition and Change, 12*(2), 120-132.

Martínez González-Tablas, Á. (2000): *Economía política de la globalización*, Ariel Económica, Madrid.

Martínez González-Tablas, Á. (2007): *Economía Política Mundial. T.I Las fuerzas estructurantes*, Ariel Económica, Madrid.

Martínez González-Tablas, A. (2011): “La financiarización en la economía actual”, *Papeles de relaciones ecosociales y cambio global*, Número 114, verano 2011, Fuhem.

Martínez González-Tablas, A. y Medialdea García, B. (2001): “Reflexión crítica sobre la globalización financiera”, *Ekonomiaz*, No. 48, 2001, Vitoria.

Marx, K. (1867): *El Capital, Tomo I*, [edición de 1946], FCE, México.

Marx, K. (1894): *El Capital*, *Tomo III,* [edición de 1946], FCE, México.

Mascarenhas, B., Baveja, A. y Jamil, M. (1998): “Dynamics of core competencies in leading multinational companies”, *California Management Review, 40*(4), 117.

Mateo Tomé, J.P. (2010): “Crítica de la tesis de la financiarización como teoría de la crisis. Un intento

de caracterización teórica", *XII Jornadas de Economía Crítica*, 11-12 de Febrero de 2010, Zaragoza.

Mateo Tomé, J.P. (2011): "Financialization as a Theory of Crisis in a Historical Perspective: Nothing New under the Sun", Working Paper No. 262, Political Economy Research Institute (PERI), Amherst, MA.

Matsusaka, J. G. y Nanda, V. (2002): "Internal capital markets and corporate refocusing", *Journal of Financial Intermediation, 11*(2), 176.

Maurel, J. (2006) : "Le recentrage sur les métiers à forte valeur ajoutée va se poursuivre", *Investir,* (1671), 10-10.

Mayorga, M. y Muñoz, E. (2000): "La técnica de datos de panel: una guía para su uso e interpretación", Departamento de investigaciones Económicas, División Económica, Banco central de Costa Rica.

Mazier, J. (1999): *Les grandes économies européennes*, La Découverte, Paris.

Medialdea García, B. (2003): *Inestabilidad financiera en las economías emergentes latinoamericanas en los años noventa: el caso de Brasil*, Trabajo de Investigación, Programa de Doctorado en Economía Internacional y Desarrollo, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, UCM, Madrid.

Medialdea García, B. (2009): *Subdesarrollo, capital extranjero y financiarización,* Tesis doctoral, Universidad Complutense de Madrid. Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales. Departamento de Economía Aplicada I. director: Palazuelos Manso, E., Madrid.

Medialdea García, B. (coord.) (2011): *¿Quiénes son los mercados y cómo nos gobiernan?*, Icaria, Barcelona.

Milberg, W. (2008): "Shifting sources and uses of profits: Sustaining US financialization with global value chains", *Economy and Society, 37*(3), 420-451.

Milberg, W., y Winkler, D. (2010): "Financialisation and the dynamics of offshoring in the USA", *Cambridge Journal of Economics, 34*(2), 275-293.

Minsky, H. (1975): *John Maynard Keynes*, Columbia University Press, New York

Minsky, H. (1982): *Can "it" happen again? Essays on Instability and Finance*, M. E. Sharpe, Armonk.

Minsky, H. (1986): *Stabilizing an unstable economy,* Yale University Press, New Haven.

Mishkin, F. S. (2001): "Marco de análisis, hechos e implicaciones de la inestabilidad financiera mundial", *Ekonomiaz*, No.48, Vitoria.

Montagne, S. (2001): "De la pension governance à la corporate governance : la transmission d´un mode de gouvernement", *Revue d´Economie Financière*, nº63, Paris.

Montagne, S. y Sauviat, C. (2001a): "L´Impact des marches financiers sur la gestion des ressources humaines: une enquête exploratoire auprès de grandes entreprises françaises", *Document d´Etude nº42* , DARES, Mars 2001, Paris.

Montagne, S. y Sauviat, C. (2001b): "L´influence des marchés financiers sur les politiques sociales des entreprises: le cas français", *Travail et Emploi*, nº 87, Juillet 2001, Paris.

Morin, F. (1998): *Le modèle français de détention et de gestion du capital*, Ed. de Bercy, Paris.

Morin, F. (2000): "A transformation in the French model of shareholding and management", *Economy and Society*, Volume 29, Number I, February 2000.

Morin, F. y Rigamonti, E. (2002): "Évolution et structure de l'actionnariat en France", *Revue Française de Gestion*, Vol. 28/141, Paris.

Mottis, N. y Ponssard, J.-P. (2002): “L’impact des fonds d’investissement étrangers sur le pilotage de l’entreprise”, en Plihon, D. y Ponssard, J.-P. (2002): *Montée en puissance des fonds d´investissement*. *Quels enjeux pour les entreprises?*, La Documentation française, Paris.

Mouhoud, E. M. (2006): *Mondialisation et délocalisation des entreprises*, La Découverte, Paris.

Mouriaux, R. (2004): *Le syndicalisme en France depuis 1945*, La Découverte, Paris.

Niyubahwe, A. (2007): *Désinvestissements et création de valeur : analyse des facteurs explicatifs*, Thèses de la Faculté des sciences économiques, sociales et politiques, Presses universitaires de Louvain.

OCDE (1997): *Economic Surveys: France 1997*, OCDE, Paris.

OCDE (1998): “Shareholder Value and the Market in Corporate Control in OECD countries”*,* en *Financial Market Trends 69*, 15-37, OCDE, Paris.

OECD (2003): “La réduction du temps de travail: une comparaison de la politique des «35 heures» avec les politiques d’autres pays membres de l’OCDE”, Organización para la Cooperación Económica y el Desarrollo (OCDE), París.

OECD (2007a): “Chapter 3. Corporate Saving And Investment: Recent Trends and Prospects”, *OECD Economic Outlook 82,* OECD, Paris.

OECD (2007b): *OECD Employment Outlook 2007*, Organización para la Cooperación Económica y el Desarrollo (OCDE), París.

Olivié Aldasoro, I. (2001): *Globalización financiera y crisis en economías emergentes: estudio teórico y estudio de los casos de México (1994) y Corea del Sur (1997)*, Tesis Doctoral, Facultad de Ciencias Económica y Empresariales, UCM, Madrid.

Onaran, Ö. (2005): “Life After Crisis For Labor And Capital in the Era of Neoliberal Globalization”, Working Paper No*. 43,* Vienna University of Economics and Business Administration, Vienna.

Onaran, Ö. (2010): “De la regresión salarial a la crisis europea”, *VientoSur*, No. 112, Octubre 2010, Madrid.

Onaran, Ö. y Stockhammer, E. (2005): “Do profits affect investment and employment? An empirical test base on the Bhaduri-Marglin model”, Department of Economics Working Papers Series, No. 44, Vienna University of Economics.

Onaran, Ö., Stockhammer, E. y Grafl, L. (2009): "The finance-dominated growth regime, distribution, and aggregate demand in the US" Department of Economics Working Papers, No.126, Vienna University of Economics, Department of Economics.

Orhangazi, Ö. (2007): “Financialization and capital accumulation in the non-financial corporate sector”, Working Paper Series, No. 149, Political Economy Research Institute, University of Massachusetts at Amherst.

Orhangazi, Ö. (2008): *Financialization and the US economy*, Edward Elgar, Northampton, MA.

Orléan, A. (1999): *Le pouvoir de la finance*, Editions Odile Jacob, Paris.

Pajot, J. (1999): “Le rachat d’actions est-il créateur de valeur pour l’entreprise?”, *Revue du Financier*, nº121, Paris.

Palacio Morena, J.I. (2004*): El mercado de trabajo: análisis y políticas*, Akal, Madrid.

Palard, J. (2006): “Why has idiosyncratic volatility increased in Europe?”, IRGO, Institut de Recherche en Gestion des Organisations, December 2006*,* University of Montesquieu Bordeaux IV.

Palard, J. (2007): “Recentrage stratégique et politique de financement: Le cas des firmes cotées en Europe (1987-2003)”, *Finance Contrôle Stratégie, 10*(3), 111-137.

Palazuelos Manso, E. (coord.) (1990): *Dinámica capitalista y crisis actual*, Ed. Akal, Madrid.

Palazuelos Manso, E. (1998): *La globalización financiera*, ED. Síntesis, Madrid.

Palazuelos Manso, E. (2000): *Contenido y método de la economía. El análisis de la economía mundial*, Akal, Madrid.

Palazuelos Manso, E. (2011): "La economía de Estados Unidos sometida al dominio de las finanzas: vendrán tiempos peores", en Gómez Serrano, P.J. (coord.) (2011): *Economía Política de la Crisis*, Editorial Complutense, Madrid.

Palazuelos Manso, E. y Alburquerque, F. (coord.) (1990): *Estructura económica capitalista internacional. El modelo de acumulación de posguerra*, Ed. Akal, Madrid.

Palley, T. (1999): "Conflict, Distribution and Finance in Alternative Macroeconomic Traditions", *Review of Radical Political Economics*, 31(4):102-132.

Palley, T. (2001): "The stock market and investment: another look at the micro-foundations of *q* theory", *Cambridge Journal of Economics* 2001, 25, 657-667.

Palley, T. (2007): "Financialization: What it is and why it matters", *Working Paper Series* No. 153, Political Economy Research Institute, University of Massachusetts at Amherst, Working Papers.

Palley, T. (2009): "La macroeconomía de la financiarización: un enfoque de etapas del desarrollo", *Ekonomiaz* N.72, 3er cuatrimestre, 2009.

Palpacuer, F., Pérez, R., Tozanli, S. y Brabet, J. (2006): " Financiarisation et globalisation des stratégies d'entreprise : le cas des multinationales agroalimentaires en Europe", *Finance Contrôle Stratégie*, Volume 9, nº3, septembre 2006, 165-189.

Parks, R. W. (1967): "Efficient estimation of a system of regression equations when disturbances are both serially and contemporaneously correlated", *Journal of the American Statistical Association, 62*(318), 500-509.

Parsons, N. (2005): *French Industrial Relations in the New World Economy*, Routledge, London.

Patel, J. K. y Read, C. B. (1982): *Handbook of the Normal Distribution,* Dekker, New York.

Pécherot, B. (2000): "La performance sur longue période des acquéreurs français", *Banque et marché*, nº46, mai-juin.

Perdreau, F. (1998): "Désengagements et recentrage en France: 1986-1992", *Finance-Controle-Strategie,* vol. 1, n°2, Paris.

Pérez, R. (2003): *La gouvernance de l´entreprise*, La Découverte, Paris.

Phélizon, C. (1999) : "L'influence du motif des offres publiques sur le gain boursier associé : une étude empirique sur le marché français", *Lettre économique de la CDC*, nº 115, novembre 1999.

Phélizon, C. (2001): "L'impact des offres publiques sur la richesse des actionnaires: une étude des agents selon le motif d'acquisition", *Revue d'économie financière*, nº61 (1), Paris.

Plihon, D. (2003): *Les mutations du capitalisme en France : Le rôle de la finance*, Institut Français Relations Internationales, Paris.

Plihon, D. (2004): *Le nouveau capitalisme*, La Découverte, Paris.

Plihon, D. y Ponssard, J.P. (2002): *Montée en puissance des fonds d´investissement*. *Quels enjeux pour les entreprises?*, La Documentation française, Paris.

Porter, M. E. (1980): *Competitive strategy: Techniques for analyzing industries and competitors*, The free press, New York.

Porter, M. E. (1985): *Competitive advantage: Creating and sustaining superior performance*, The free press, New York.

Poutsma, E. (2001): *Recent trends in employee financial participation in the European Union*, European Foundation for the Improvement of Living and Working Condition, Dublin.

Poutsma, E., Kalmi, P., y Pendleton, A. D. (2006): “The relationship between financial participation and other forms of employee participation: New survey evidence from Europe”, *Economic and Industrial Democracy, 27*(4), 637.

Power, D., Epstein, G. y Abrena, M. (2003): “Trends in the rentier income share in OECD countries, 1960-2000”, *Working Papers 58*, Political Economy Research Institute, University of Massachusetts at Amherst.

Prahalad, C.K. y Hamel, G. (1990): “The Core Competence of the Corporation”, *Harvard Business Review*, May-June 1990, Harvard, Massachusetts.

Prahalad, C.K. y Hamel, G. (1994): *Competing for the Future*, Harvard Business School Press, Harvard, M.A.

Quélin, B. (2007): “L'externalisation: De l'opérationnel au stratégique”, *Revue Française De Gestion, 33*(177), 113.

Quiry, P. y Le Fur, Y. (2004): “Les rachats d’actions”, *Les Echos*, 28 octobre 2004, Paris.

Ramos, A. (2003): “La Explicación histórica como una modalidad de la Economía Aplicada”, en VV.AA. (2003): *Estudios de historia y de pensamiento económico. Homenaje al profesor Francisco Bustelo García del Real*, Editorial Complutense, Madrid.

Reberioux, A. (2003): "Les marchés financiers et la participation des salariés aux décisions", *Travail et Emploi* nº 93, janvier 2003, Paris.

Ricardo, D. (1817): *Principios de Economía Política*, Edición de 1985, Sarpe. Madrid.

Rima, I.H. (1995): *Desarrollo del Análisis Económico*, Irwin, España.

Robinson, J. (1956): *The Accumulation of Capital*, Edición de 1965, Macmillan Company, London.

Rodríguez Fernández, J.M. (2003): *El gobierno de la empresa: un enfoque alternativo*, Akal, Madrid.

Roe, M.J. (1995): “The Rise and Limits of Institutional Ownership of Industry in the United States: a Comparative Perspective”, OECD, Paris.

Roe, M.J. (2001): "Les conditions politiques au développement de la firme managériale," *Revue Finance Contrôle Stratégie*, Editions Economica, vol. 4(1), pages 123-182, March.

Rondi, L. y Vannoni, D. (2005): “Are EU Leading Firms Returning to Core Business? Evidence on Refocusing and Relatedness in a Period of Market Integration”, *Review of Industrial Organization* (2005) 27:125–145

Rougerie, C. (2006): “L'épargne en entreprise. Résultats de l'enquête Patrimoine 2004”, *INSEE Premiere,* n° 1072, Mars 2006, Paris.

Ruesga, S. (dir.) (2002): *Economía del trabajo y política laboral*, Ed. Pirámide, Madrid.

Sachs, J.D. (1979): "Wages, Profits, and Macroeconomic Adjustment: A Comparative Study", *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 10 (1979-2), The Brookings Institution, p: 269-332.

Sahut, J. M. y Othmani Gharbi, H. (2010): “Activisme des investisseurs institutionnels: cadre général et facteurs d’influence”, *La Revue des Sciences de Gestion*, 2010/3-4, n°243-244.

Sénat (2002): *L’investissement des entreprises, clé d’une croissance durable*, Délégation du Sénat pour la Planification, Session Ordinaire de 2002-2003, Sénat, Paris.

Sentis, P. (1996): “L'impact des opérations de désinvestissement sur la richesse des actionnaires: approche en termes d'asymétrie d'information”, *Finance***,** 17(2), Paris.

Sentis, P. (1998a): “Performances à long terme et caractéristiques financières des entreprises qui

réduisent leurs effectifs", *Finance Contrôle Stratégie*, n° 4, Paris.

Sentis, P. (1998b): "Influence du désinvestissement des entreprises sur la richesse des actionnaires: approche stratégique et financière", *Economies et sociétés (série Sc. de gestion)*, vol. 24, no.2, Paris.

Sentis, P. (1999) : "Pourquoi les décisions de désinvestissement créent-elles de la valeur?", *Revue Française de Gestion*, n° 122, Paris.

Sentis, P. (2001): "Sous-investissement et suppression d'effectifs: vers une réduction des conflits d'agence", *Actualité Economique*, mars, Paris.

Serfati, C. (2003): "La dominación del capital financiero: ¿qué consecuencias?", en Chesnais, F. y Plihon, D. (coord.) (2003): *Las trampas de las finanzas mundiales*, Akal, Madrid.

SESSI (2010): *La sous-traitance industrielle en France 2009*, Ministère de l'Economie, des finances et de l'industrie.

Setterfield, M. (1997): *Rapid Growth and Relative Decline*, Macmillan Press, Londres.

Shaik, A. (1989): "Accumulation, Finance and Effective Demand in Marx, Keynes and Kalecki", en Semmler, W. (ed.) (1989): *Financial Dynamics and Business Cycles: New Perspectives*, Armonk, N.Y: M.E. Sharpe.

Shaikh, A. (1990): *Valor, acumulación y crisis*, Tercer Mundo Editores, Bogotá.

Shaik, A. (1992): "A Dynamic Approach to the Theory of Effective Demand", en Papadimitriou, D. (ed.) (1992): *Profits, Deficits and Instability*, N.Y: St. Martin's Press.

Shaikh, A. (2000): "La onda larga de la economía mundial en la segunda mitad del siglo XX", en Guerrero, D. y Arriola, J. (eds.) (2002): *Nueva Economía Política de la Globalización*, Bilbao: Ediciones de la Universidad del País Vasco.

Skott, P. y Ryoo, S. (2007): "Macroeconomic implications of financialization", Working Paper Series 1/1/2007, 2007-08, University of Massachusetts Amherst.

Smith, A. (1776): *Investigación sobre la naturaleza y causa de la riqueza de las naciones,* Edición de 1984, Fondo de Cultura Económica, México.

Sorge, A. (1991): "Strategic fit and the Societal Effect: Interpreting Cross-National Comparisons of Technology, Organization and Human Resources", *Organization Studies* 12: 161-190.

Soskice, D. (1999): "Divergent Production Regimes: Coordinated and Uncoordinated Market Economies in the 1980s and 1990s', en Kitschelt, H.; Lange, P.; Marks, G. y Stephens, J.D. (eds.), *Continuity and Change in Contemporary Capitalism*, Cambridge University Press, Cambridge.

Stockhammer, E. (2004): "Financialisation and the slowdown of accumulation", *Cambridge Journal of Economics*, 28(5), 719-741

Stockhammer, E. (2005): *The Rise of Unemployment in Europe. A Keynesian Approach*, Edward Elgar.

Stockhammer, E. (2006): "Shareholder value orientation and the investment-profit puzzle", *Journal of Post Keynesian Economics*, Volume 28, Number 2/Winter 2005/06, 193-215.

Stockhammer, E. (2007): "Some stylized facts on the finance-dominated accumulation regime", Political Economy Research Institute, Working Papers Series, No. 142. University of Massachusetts at Amherst.

Stockhammer, E. (2009): "The finance-dominated accumulation regime, income distribution and the present crisis", *Papeles de Europa*, Vol. 19, Madrid.

Straub, T. (2007): *Reasons for Frequent Failure in Mergers and Acquisitions. A Comprehensive Analysis*, Deutscher Universitäts Verlag (DUV), Gabler Wissenschaft.

Suárez Suárez, A. (2000): *Curso de economía de la empresa*, Pirámide, Madrid.

Sweezy, P. (1994): "The Triumph of Financial Capital", *Monthly Review*, Volume 46, Issue 02 (June).

Sweezy, P. y Magdoff, H. (1987): *Stagnation and Financial Explosion*, Monthly Review Press, N.Y..

Teece, D.J. (1980): "Economics of scope and the scope of the enterprise", *Journal of Economic Behavior and Organization*, Volume 1, Issue 3, September 1980, 223-247.

Tertre, R. y Guy, Y. (2009): "Les traits stylisés des grandes entreprises cotées en France à l'ère du capitalisme financier", *La Revue de l'Ires* n°62, 2009/3.

Tezanos Vázquez, S. (2008): *Cooperación para el desarrollo: Asignación geográfica de la ayuda española,* Madrid: Biblioteca Nueva.

Thévenot, N. y Valentin, J. (2004): "Évolution de la sous-traitance en France depuis le début des années 80. Analyse sur données individuelles d'entreprises", *Cahiers de la Maison des Sciences Economiques*, No. r04002, Université Panthéon-Sorbonne, Paris.

Tichy, G. (2001): "What Do We Know about Success and Failure of Mergers?", *Journal of Industry, Competition and Trade*, Vol.1, Issue 4, Springer, Netherlands.

Timbeau, X. (2002): "Le partage de la valeur ajoutée en France", *Revue de l´OFCE*, nº 80, janvier 2002, Paris.

Tobin, J. (1965): "Money and Economic Growth", *Econometrica*, 33:671-84.

van der Zwan, N. (2007): "American Labor and the Financialization of Work: Ownership and Control in the Weirton Steel Corporation", Annual meeting of the American Political Science Association, Chicago, IL, Aug 30, 2007.

Vara, M.J. y Palazuelos, E. (2010): "Flujos financieros internacionales", Material de trabajo para uso docente. Economía Mundial, Universidad Autónoma de Madrid. http://www.uam.es/personal_pdi/economicas/varamira/2010_2011/Licenciatura/temaochofinanzas.pdf

Verbeek, M. (2004): *A guide to modern econometrics* (2nd ed.), John Wiley & Sons, N.J.

Verger, A. (2003): *El sutil poder de las transnacionales*, Icaria, Barcelona.

Vidal Villa, J.M. y Martínez Peinado, J. (2000): *Economía Mundial*, Mc Graw-Hill, Barcelona.

Vitali, S.; Glattfelder J.B. y Battiston, S. (2011): "The Network of Global Corporate Control", *PlosOne*, Volume 6, Issue 10, October 2011.

Vogelvang, B. (2005): *Econometrics: Theory and applications with E-views*, Prentice Hall.

Wan, W.P. y Hoskisson, R.E. (2003): "Home Country Environments, Corporate Diversification Strategies and Firm Performance", *The Academy of Management Journal*, Vol. 46, No. 1 (Feb., 2003), pp. 27-45.

Whittington, R. y Mayer, M. (2000): *The European Corporation: Strategy, Structure and Social Science,* Oxford University Press, New York.

Williams, J.R.; Paez, B.L. y Leonard, S. (1988): "Conglomerates revisited", *Strategic Management Journal (1986-1998), 9*(5), 403.

Williamson, O.E. (1975): *Markets and Hierarchies, Analysis and Antitrust Implications*, Free Press, New York.

Wooldridge, J.M. (2002): *Econometric analysis of cross section and panel data,* Cambridge, The MIT Press, Massachusetts.

Wooldridge, J.M. (2006): *Introducción a la econometría: Un enfoque moderno* (2 ed.), Thomson, Madrid.

Wright, M., y Robbie, K. (1996): “The investor-led buy-out: A new strategic option”, *Long Range Planning, 29*(5), 691-702.

Yakubovich, C. (2002): “Négociation collective des salaires et passage à la monnaie unique”, *Premières Informations et Premières Synthèses*, 48 (1), DARES, Ministère du Travail, de l’Emploi et de la Santé.

Financialization and the wage-labor nexus: the case of France

Abstract:
Global financialization processes in recent decades have multiplied the financial factors constraining the decisions of diverse economic actors. This has even affected the behavior of non-financial firms, which are gradually being altered by financial forces.
This paper analyzes how the financialization of non-financial firms in the French economy affected wages from 1995 to 2010. Financialization of French non-financial corporations has increased their payments to capital markets in the form of interest payments, dividends and share buybacks. We will examine the effects of these financial payments on wages using a panel data model of 4200 French non-financial firms, linking wages to payout ratios. The results confirm that corporations with higher payout ratios to financial markets also tend to have lower wages.

Key words: financialization, wages, labor market, neoliberalism.

JEL classification: E2, G10, J30

Index

1.- Introduction: methodology and research structure

2.- Theoretical framework: financialization and its relationship to wages

3.- The financialization of corporate strategies in France
- **3.1- Financialization, institutional investors and corporate governance**
- **3.2- The financial income of non-financial corporations**
- **3.3- Interest, dividends and share buybacks: payments to financial markets**
- **3.4- Financialization, the transfer of resources to financial capital and the struggle over distribution**

4.- Financialization and wages: a microeconometric study with panel data
- **4.1 Statistical specifications of the model, variables and sample data**
- **4.2-Model estimation and main results**

5.- Discussion of results and conclusions

6.- Statistical annex

7.- References

1.- Introduction: methodology and research structure

The evolution of financialization in recent decades has led to concern regarding its impact on economic growth, investment, macroeconomic dynamics, state economic policies and episodes of instability and crisis. Although some studies consider the relationship of financialization to wages to be an important factor, in the specialized literature insufficient attention has been given to this subject.

The questions addressed in this study seek to shed some light on this issue. What are the links between the process of financialization and wage levels? How have wage dynamics been affected by financialization trends? Our research focuses specifically on the French economy, which in the last three decades has experienced one of the most intense liberalization and financialization tendencies among OECD countries. This makes it an especially appropriate case for studying the consequences of financialization on wage dynamics.

Within the sphere of the French economy, we have chosen to examine large, non-financial corporations. In contrast with most studies of financialization, we do not analyze the entire process of accumulation or overall national macroeconomic dynamics. Since our intent is to study the links between the process of financialization and wage levels, it is reasonable to focus our analysis on the "meeting point" of these issues: corporations, especially large corporations, are a particularly interesting sphere for analyzing the relations between financial capital and salaried work, and for determining how the hegemony of financial capital affects wages.

Specifically, we seek to determine how the financialization that took place between 1995 and 2010 in large non-financial corporations affected the wage-labor nexus in general and salaries in particular. For this purpose we designed a microeconometric study using panel data from corporations in order to evaluate how the financialization of corporate strategies affected salaries. Certain studies in specialized literature have adopted this methodology for examining the consequences of the financialization process on corporate investment (Orhangazi, 2008; Demir, 2009). Nevertheless, this methodology has not been used to evaluate the wage dimension.

After this introduction, the second section provides a review of the literature on financialization, especially as it relates to analyzing its effect on wage levels. In the third section we examine the financialization process of recent decades in French corporations and its possible impact on wages. In the fourth section we estimate a panel data model to empirically evaluate our hypothesis. Finally, the main conclusions are provided in the fifth section.

2.- Theoretical framework: financialization and its relationship to wages

The concept of *financialization* has become pervasive in Economics, and refers in one way or another to the growing influence that financial forces, markets and investors have had on world economic dynamics since the late 1970s (Bellamy, 2010; Duménil and Levy, 2004 and 2011; Chesnais, 2004; Krippner, 2005; Epstein, 2005; Lapavitsas, 2009; Stockhammer, 2004; Orhangazi, 2008; Crotty, 2005; Onaran *et al.*, 2009; Palley, 2007; Dallery, 2009 and 2010; Hein, 2008). Nonetheless, in the specialized literature there is no single common definition for this phenomenon.

Financialization can be examined from diverse perspectives that emphasize different aspects, and the various definitions need not be seen as mutually exclusive. Some authors have highlighted the rapid liberalization of international financial markets, the growing instability of these markets, the de-intermediation and mercantilization of the financial

systems traditionally centered on banking, the formation of enormous stock market and credit bubbles or the impact that all this has on the macroeconomic functioning of national economies (Lapavitsas, 2009; Palley, 2007; Hein, 2008). Other authors give special attention to the great weight institutional investors now have in the global economy (Goyer and Hancké, 2006; Chesnais, 2004) and the parallel process of international financial liberalization. Another set of studies emphasizes the development of the new corporate governance model based on maximizing shareholder value and financial profitability in close association with the expansion of capital markets and institutional investors (Dallery, 2009; Aglietta, 2000; Plihon, 2004; Stockhammer, 2004).

This study is aligned with the definition proposed by Epstein (2005:3): “financialization means the increasing role of financial motives, financial markets, financial actors and financial institutions in the operation of the domestic and international economies”. The many indicators of the financialization process in the last thirty years include: 1) the great increase in the stock market capitalization of the main financial centers, which now represents several times the size of some national Gross Domestic Products (GDP); 2) the fact that the value of financial transactions has increased much more rapidly than commercial or productive activity; 3) a significant expansion in credit and 4) the large increase in the relative weight of financial income vis-à-vis total national income.

Financial activity has expanded rapidly, while changes occurred in its relationship to production, its market composition, its products, the main agents involved, etc. In truth we cannot label financialization as novel, since it really involves certain features inherent to the logic of capital that are then intensified to the extreme. The expansive tendency of financial capital, exacerbated in this new context, causes it to rise above the strictly financial role and attempt to subject the whole realm of economic activity to its logic.

In fact, according to Hilferding’s analysis from a political economy perspective, the concept of financialization has been used to refer to the resurgence of financial capital, which represents the fraction of the dominant class that is directing the accumulation process. This rise is reflected in the greater economic and political power of financial agents (Dumenil and Levy, 2004; Husson, 2008).

As we have mentioned, in the literature relatively little attention has been given to the links between the process of financialization and the wage-labor nexus. A significant investigation on this issue is certainly the work of Lazonick and O’Sullivan (2000), who analyze the changes in business strategies from "retain and reinvest" to "downsize and distribute" (as a consequence of maximizing shareholder value), and its impact on labor conditions.

Moreover, recent post-Keynesian studies (Stockhammer, 2004 and 2006; Palley, 2007; Dallery, 2009 and 2010; Hein, 2008 and 2009) develop interesting analysis of corporations, a sphere seen as the context for confrontation between the interests of stockholders, management and workers. These studies identify from a class perspective the impact of financialization on corporate decisions to manage profits, and thereby on the logic of accumulation, employment and wages. These authors argue that corporations face new restrictions, particularly in non-financial sectors of the economy, that have slowed down the dynamic of capital accumulation, and with it the creation of jobs and increases in income for salaried workers (Stockhammer, 2004 and 2006; Palley, 2007). Those studies focused on the impact of financialization on income distribution are of particular interest (Dünhaupt, 2010; Hein, 2009).

Along similar lines, some Marxist economists have argued that the “financial puncture” is the specific mechanism by which financialization affects the process of accumulation, entrepreneurial activity and labor in developed economies. Chesnais (2004), as well as

Duménil and Levy (2004) have theoretically and empirically analyzed how financial markets 'puncture' the value created in the productive process. They examined payments of non-financial corporations to financial markets in the form of interest, dividends and share buybacks, and concluded that this puncture has reached such a significant level in the last decades that retained profits have actually decreased. The rate of accumulation and job creation has decreased in tandem with this.

Other Marxist (Lapavitsas, 2009; Bellamy, 2010) have argued that the process of financialization does not imply a puncture of corporate resources by the financial markets. Rather, the financialization process results in the transfer of idle capital to financial markets, where this capital finds greater profitability. The liberalization and deregulation of financial markets allows capital to find better forms of valorization in the financial markets (Lapavitsas, 2009). Contrary to what was suggested by Duménil and Levy (2004) or Chesnais (2004), it is not the financialization process that slows capital accumulation, but rather the stagnation of the accumulation process that has led to a search for financial benefits in the sphere of circulation (Lapavitsas, 2009; Bellamy, 2010).

These two approaches are not mutually exclusive. Both offer relevant contributions to understanding the financialization of corporate strategies and the impact of that process on the wage-labor nexus. The 'financial puncture' and the 'flight' of relatively idle capital to the financial sphere are the specific instruments by which capital has sought to maintain the rate of profit. The ensuing struggle between productive and financial capital –both understood as economic categories rather than specific social subjects– would then be passed on directly to the sphere of wages, which become the adjustment variable. Wage freezes in recent decades may have served to accommodate tensions arising between the financial and productive spheres. Financialization can be understood in this light as a social recomposition lever capable of altering relations between the various social classes.

3.- The financialization of corporate strategies in France

3.1 – Financialization, institutional investors and corporate governance

One of the most significant changes in the international financial arena was the rise of institutional investors (investment funds, retirement funds, insurance companies, hedge funds, etc.) at the end of the 1970s. This key moment in time marked a turning point out of which a new corporate management model emerged.

Institutional investors were able to reorganize the savings and retirement funds of households on a global scale, transforming them into capital that could be valorized in the financial sphere and impose new management criteria. In 1980, these actors controlled only 3 trillion dollars, which represented 35% of the GDP of the Organization for Economic Cooperation and Development (OECD) countries. By 2009, they managed immense financial value, controlling assets worth 62 trillion dollars or the equivalent of 150.2% of the OECD GDP. In France, assets managed by these investors increased from 10.7% to 166.7% of GDP during that period.

Institutional investors operate in international financial markets with three objectives (Batsch, 2002): to obtain the highest return possible, to maintain the highest feasible liquidity for their assets and to spread investment risk throughout different sectors and geographical locations. As a result, the main investors, principally from the United States or United Kingdom, rapidly diversified their investments throughout various financial markets around the globe, entering a broad range of asset markets and activity sectors.

Anglo-Saxon institutional investors have acquired large equity stakes in French

corporations, achieving a spectacular degree of foreign penetration especially after 1995 (Morin and Rigamonti, 2002). They also imposed new corporate governance criteria, which are now commonplace throughout France. This created a transition from a *managerial* or *stakeholder* type of management based on strong internal control of the company by the board of directors and managers, to a *shareholder* model based on external control by liberalized financial markets (Aglietta and Ribérioux, 2004; Jeffers and Plihon, 2001). The process of financialization put a new corporate management model in place, based on the objective of maximizing shareholder value to provide the greatest financial profits for the owners. This gave shareholders new instruments for the valorization of capital.

The extreme liquidity of international financial markets offers immense power to institutional investors, who can instantaneously sell stocks and thus punish corporations that do not meet the profitability or management criteria established by these markets. Such maneuvers can lead to sudden falls in a company's stock value, hostile takeovers, etc. The new role of the financial investors arrived after 1995 to the French corporations has led to profound changes in corporate strategies. The tension created in the struggle over appropriation of profits for use as either productive or financial capital has been transmitted to the wage-labor nexus. To examine this conflict and its impact on wages, we will analyze data on French non-financial corporations to see how and where profits are generated, and then pose questions regarding the use of profits.

3.2- The financial income of non-financial corporations

A good part of the literature that has analyzed the financialization of corporate strategies assumes non-financial corporations to be passive agents that 'suffer' the consequences of financial liberalization and deregulation. However, large non-financial corporations have participated actively in the financialization of economic activities.

Available company funds can be invested in the acquisition of either real assets or financial assets. When the business prospects in financial markets are significantly better than those in goods and services markets, as has been the case in France for the last two decades, there is a strong incentive for corporations to invest more in financial assets than in real assets. This potentially contradictory relationship between financial and real investment was identified as far back as the 1960s, in the work of Tobin (1965). Other studies (Orhangazi, 2008; Crotty, 2005; Stockhammer, 2004 and 2007, Palley, 2007; Milberg and Winkler, 2010; Krippner, 2005) indicate that increased investment in financial assets by non-financial corporations tended to crowd out real investment[115].

According to Crotty (2005), this 'flight' to the financial sphere was due to a stagnation of corporate profits in the productive sector throughout the 1980s and 90s. Moreover, the adoption of the new corporate governance criteria imposed a corporate preference for short-term profits (Stockhammer, 2004). Financialization pushed the directors of non-financial corporations to behave, in part, as financial investors.

In studying the United States, Krippner (2005) considered the increase in financial investments by non-financial corporations in recent decades to be the main indicator of corporate financialization. The same process took place in France. Thus, the amount of financial assets in the hands of French non-financial corporations increased sharply in France (Fig. 1). In 1978, financial assets only accounted for 36.4% of total assets, but by 2009 they had reached 56.9% of the total.

[115] Tobin pointed out that at a macroeconomic level investment in financial assets cannot replace investment in real assets, since financial assets ultimately relate to the productive investments of companies.

Figure 1: Financial assets of NFCs (*), 1978-2009
(% of total assets)

(*) NFCs refer to 'non-financial corporations' throughout this paper.
Source: INSEE, *Comptes nationaux, Comptes de patrimoine de SNF.*

What sort of activities were at the center of this spectacular increase? Fig. 2 indicates that French firms increased their financial investments in stocks, especially those of other corporations[116], while also offering loans to other non-financial corporations.

Figure 2: Composition of NFC portfolios of financial assets, 1978-2009
(Total % of financial assets)

Source: INSEE, *Comptes nationaux, Comptes de patrimoine de SNF.*

[116] It is reasonable to argue that an increase in financial assets as a percentage of total assets –mainly due to stock purchases– is overvalued as these stocks are accounted for at market prices. Firmin (2008: 49) calculated the increase in stocks in corporate portfolios by volume at 1977 prices for the French case. This calculation makes it possible to observe how the increase in financial assets over total non-financial assets remains verifiable, even though its value is, logically, inferior.

As might be expected, a strong increase in financial investments means that an increasing percentage of company income is derived from financial activities. Dividends received increase due to the amount of shares held in other corporations, while greater amounts offered in loans and credit generate more income from interest.

Fig. 3 shows how the financial income of non-financial corporations as a percentage of gross operating surplus increased from 5-8% during the 1950s and 60s to 74.1% in 2009. This is very illustrative of the concept of financialization coined by Krippner (2005: 174), who defined it "as a pattern of accumulation in which profits accrue primarily through financial channels rather than through trade and commodity production".

Figure 3: Financial income of NFCs, 1949-2009
(% Gross Operating Surplus)

* Financial income is considered here to be the sum of the dividends and interest received by NFCs.
Source: INSEE, *Comptes nationaux, Compte des sociétés non financières.*

3.3- Interest, dividends and share buybacks: payments to financial markets

The financialization of corporate strategies has generated new profit sources for non-financial corporations and has also led to a different manner of managing the returns obtained. Numerous studies, from a Marxist (Duménil and Levy, 2004; Chesnais, 2004) or post-Keynesian perspective (Stockhammer, 2004; Orhangazi, 2008, Crotty, 2005; Dallery, 2009 and 2010; Hein, 2008 and 2009) suggest that the process of financialization will increase the payments made by corporations to financial markets. These authors explain how corporate profits, rather than being reinvested within the company as accumulation of productive capital, are instead used for three different types of payments: corporate interest payments, dividend payouts and the repurchase of company shares[117].

As a result of the new international financial context, real interest rates in France remained high, around 5-6%, from 1980 through the first half of the 1990s. From 1995 until 2009, real interest rates averaged around 2%. So, during the 1980s French corporations faced a steep increase in their financial costs due to high interest rates throughout the OECD countries. In fact, even though real interest rates began to fall in the early 1990s, and by the end of that decade were at levels similar to the 1960s, we can see in Fig. 4 how interest paid by non-financial corporations since the 1980s constitutes a very high percentage of gross

[117] Many of these studies only consider the gross flows and do not take into account net payments of companies to financial markets. An exception in this regard is the work of Skott and Ryoo (2007).

operating surplus. This is due to the rise of unconsolidated gross debt over the last two decades, particularly debt placed on financial markets and debt with other non-financial agents. The continuous increase in unconsolidated gross corporate debt kept the percentage of gross operating surplus dedicated to paying interest at about 30% between 1990 and 2009, a figure well above that of the 1950s and 1960s.

Figure 4: Interest paid and received by NFCs, 1949-2009
(% of Gross Operating Surplus)

Source: INSEE, *Comptes nationaux, Compte des sociétés non financières.*

An analysis of the net evolution of interest flows in non-financial corporations (Fig. 4) leads to new issues. The evolution of the interest payments received by non-financial corporations shows a parallel tendency to that of interest paid. After the 1980s, the percentage of interest received grew to between 10% and 20% of gross operating surplus, with occasional peaks such as that of 2001, when it reached 25%. Thus, corporations experienced not only a growing gross financial burden due to the changes in their external financing, but also actually became lenders, and received increasing income from that activity, as mentioned already.

As non-financial corporations became lenders to other economic agents, their net interest payments gradually decreased throughout the 1990s. After the peak in the 1980s, the net interest paid by non-financial corporations in France returned to levels similar to those of the 1950s and 1960s. However this decrease in the net interest burden may mask the reality: though showing record levels of interest received, non-financial corporations were also dedicating greater resources to paying interest.

After 1995 the payment of dividends and share buybacks replaced interest rates as the mechanisms for financial 'puncturing' in France. Thus, in the historical tension between reinvesting profits or paying dividends, shareholders imposed a new balance characterized by a significant increase in the dividend distribution rate. The increase in dividends distributed, particularly after the 1990s, continues to channel resources towards the financial sphere.

Fig. 5 shows how both the dividends distributed by corporations and the dividends received by firms buying shares in other companies experienced a steep rise in France after the stock market was liberalized in the early 1990s. Thus the proportion of gross operating surplus distributed as dividends increased from 20% in the 1960-1990 period to 83% in 2009. Dividends received before 1980 represented 2-4% of the gross operating surplus; by 2009 they had increased dramatically to 55.5%.

Figure 5: Dividends distributed and received by NFCs, 1960-2009
(% of Gross Operating Surplus)

Source: INSEE, *Comptes nationaux, Compte des sociétés non financières.*

Signs of financialization of entrepreneurial activity are evident both on the payment and income side of corporate ledgers. However, whether generating or distributing profits, the process of financialization is not innocuous to the activities of corporations. Fig. 6 shows the significant increase in funds ultimately distributed by non-financial corporations, with net dividends rising from 12.5% of gross operating surplus in 1980 to 27.6% in 2009.

Figure 6: Net dividends distributed by NFCs, 1960-2009
(% of Gross Operating Surplus)

Source: INSEE, *Comptes nationaux, Compte des sociétés non financières.*

The third intervening mechanism in the transfer of resources from the productive to the financial sphere in France over the last decade is the repurchasing or buyback of shares. This instrument was legalized in France in July of 1998 and since then has been very actively used by corporations seeking to increase the value of their stocks. A share buyback immediately raises stock prices because total capitalization remains constant while the number of outstanding stocks diminishes, which automatically increases the market value of each share.

Since 1998, company repurchasing of its own stock has been widely used among large French corporations, who seek to distribute liquidity among shareholders and thus meet the market requirements of institutional investors. Fig. 7 shows how the annual share buybacks by CAC-40 corporations between 2000 and 2009 reached very significant proportions and in some years even approached the total amount of dividends distributed.

Figure 7: Dividends and share buybacks by CAC-40 companies, 2000-2009 (millions of Euros)

Source: Vernimmen.net

3.4- Financialization, the transfer of resources to financial capital and the struggle over distribution

From 1980 to 2010, more and more resources were transferred from the productive to the financial sphere of the French economy in the form of interest, dividends and share buybacks. Also, non-financial corporations became more heavily involved in financial activities and investments. Stockhammer (2006) suggested that corporations should be seen as the 'battlegrounds' rather than the 'victims' of this process: greater shareholder negotiating power implies greater pressure for rentier income share from dividends, interest or stock buybacks. Thus, resources used for productive investment decreased (Dallery, 2009; Plihon, 2004; Orhangazi, 2008; Stockhammer, 2004).

Profit rate was re-established after the crisis of the 1970s. In spite of this, Fig. 8 shows how the pattern of the accumulation rate for non-financial corporations continued to decline. Such a divergence would be the result of lower corporate reinvestment of profits in productive activities (Fig. 9), since profits were instead distributed in the form of dividends or

invested in financial assets.

Figure 8: Profit and accumulation rates for NFCs, 1978-2009 (%)

* The profit rate is shown on the left axis and the accumulation rate on the right one.
Source: INSEE, *Comptes nationaux, Compte des sociétés non financières, Comptes de patrimoine de SNF.*

Figure 9: Profits reinvested by NFCs, 1950-2009
(Gross Fixed Capital Formation / Gross Operating Surplus, %)

Source: INSEE, *Comptes nationaux, Compte des sociétés non financières.*

The increased pressure exerted by financial capital has outcomes that go beyond corporate investment to affect labor and wage increases. Wages become the variable that can be adjusted within the company to relieve tensions between the financial sphere and the productive sphere. In corporations that experience less pressure from international financial capital, there is greater room to maneuver, capacity for negotiation and possibilities of higher wages. Thus, financialization becomes a lever for social recomposition that alters relations

between social classes[118].

In macroeconomic terms, using the Kaleckian-Marxist synthesis scheme proposed by Palley (1999), we could say that deregulated financial markets have had two significant effects upon the French economy in the last decades (see Fig. 10). First, they have partially altered the historical relationship between investment and profit rate; second, they have resulted in a lower bargaining power of workers, who are affected by the tensions resulting from the liberalization and expansion of financial markets.

Figure 10: Incorporation of finances into the Kaleckian-Marxist synthesis

Source: Author's own elaboration based on Palley (1999)

Fig. 10 illustrates how finances have impacted the labor market, acting as an instrument for imposing labor discipline (Palley, 1999). Our analysis of the impact of finances on the distributive conflict reveals that corporate profits have to some extent been restored at the expense of wages and did not result in greater corporate investment. Capital not reinvested within non-financial corporations went instead to financial rent-seeking, which experienced formidable growth.

Jayadev and Epstein (2007) define 'rentier income' as profits accrued by financial corporations, plus interest received by non-financial corporations and households. In our analysis, we included in that definition the dividends received by the non-financial private

[118] In this regard the work of Martin *et al.* (2008) is especially interesting, as it analyzes how the financial liquidity of capital markets impose discipline on the negotiating capacity of labor.

sector (corporations and households), but were unable to include capital gains resulting from portfolios of financial assets due to insufficient statistical information. This indicator therefore shows the evolution of income captured by financial capital, which is understood as a fraction of the dominant class. Fig. 11 presents the evolution of rentier income attracted in France by the owners of financial capital. Rentier income share remained constant in the 1950s and 1960s, began to increase in the 1970s and has continued to do so ever since.

Figure 11: Rentier income share, 1949-2009
(% of GDP)

*We define rentier income share as the profits accrued by financial corporations, plus the interest and dividends received by non-financial corporations and households, in relation to total size of the economy.
Source: INSEE, *Comptes nationaux, Compte des sociétés non financières, Compte des sociétés financières, Compte des ménages.*

It is important to note that in the concept of financial rent-seeking we include all institutional sectors that own financial assets or whose profits are obtained by intermediation in financial activities. In other words, this definition of financial rent-seeking goes beyond strictly financial agents to include other non-financial agents whose income is also obtained through financial sources.

4.- Financialization and wages: a microeconometric study with panel data

Wage growth has been almost frozen within French non-financial corporations (Fig. 12) for many years, which implies a significant reduction of wages as a proportion of corporate value added (Fig. 13).

Is it reasonable to think that this reduction in wage growth is in some way linked to the financialization of corporate strategies? Is it possible that the pressure exerted on French corporations by international financial capital may explain, in conjunction with other factors, how wages have become the adjustment variable? In the next section we shall carry out a panel data model estimation in an attempt to answer these questions and evaluate to what extent wages may be higher in corporations that experience less pressure from international financial capital.

Figure 12: Wage growth in non-financial corporations, 1949-2009
(real average salary, annual growth rate %)

Source: INSEE, *Comptes nationaux, Compte des sociétés non financières*.

Figure 13: Wage share in non-financial corporations, 1949-2009
(Compensation of employees / Gross Value Added)

* Compensation of employees includes gross wages and social expenses paid by the company.
Source: INSEE

4.1 Statistical specifications of the model, variables and sample data

For this study we specified an econometric model that could explain the effects of financialization on wages, taking two phenomena into account. The first is that the pressure exerted by financial markets in terms of shareholder value results in an increased demand for high returns. Based on this, it is not unreasonable to assume that some corporations have satisfied this demand for profits by adjusting salary costs. The profitability requirement then acts as a channel for transmitting the financial demands of investors to wages, affecting their evolution. Consequently, we looked at corporate profitability trends to evaluate the impact of financialization on wages.

Second, corporations that are under pressure from financial investors face a struggle over the distribution of the profits obtained. It is not enough for the company to be profitable; the profits must be distributed to the shareholders and lenders. This pressure –or financial puncture– may also affect wages in the firm, to the extent that making greater payments to financial markets reinforces pressure on the wage bill. We included this second dimension in our model: the two proxy variables used for evaluating the impact of financialization on wages are corporate profitability and financial puncture.

In addition to these two variables, our model incorporated other dimensions affecting wages in corporations. To establish control variables, we included dimensions traditionally considered to be explanatory of corporate wage levels, such as the size of the firm, how competitive it is, and its productivity. The statistical specifications for our model are defined in the following expression, where *i* represents the individual corporations surveyed and *t* the years:

$$(W/K)_{i,t} = \alpha + \beta_1(L/K)_{i,t} + \beta_2(S/K)_{i,t} + \beta_3(Y/K)_{i,t} + \beta_4(B/K)_{i,t} + \beta_5(Pf/K)_{i,t} \qquad [1]$$

In this formula, W is the wage; L represents labor or the number of employees in the company; S is the volume of sales; Y is the output; P are the company profits and Pf are payments to financial markets.

To address the bias resulting from variations in corporation size, the regression variables were deflacted by the total assets of each company (variable K). This is a common method used in microeconometric studies involving corporate level data[119], to correct for heteroscedasticity. The L/K ratio allows us to approximate the size of the company; S/K is a proxy for the level of competitiveness of the company; the Y/K ratio measures the productivity of the firm; and the B/K and Pf/K ratios measure corporate profitability and the relative weight of payments to financial markets, respectively.

As a starting point, we expected the following causal relationships in our model:

$$(W/K)_{L/K} > 0 \; ; \; (W/K)_{S/K} \gtrless 0 \; ; \; (W/K)_{Y/K} > 0 \; ; \; (W/K)_{B/K} < 0 \; ; \; (W/K)_{Pf/K} < 0 \qquad [2]$$

We expected the L/K ratio to be positively correlated with wages, given that the number of workers is directly related to the bargaining power of the labor force. Similarly, corporations with higher levels of efficiency (Y/K) were expected to have some possibility of translating their greater efficiency into better wages. We did not have a clear hypothesis for the sign of the coefficient associated with corporate competitiveness (S/K), since it seems to be related to wages in contradictory ways. Very competitive corporations will obtain high returns due to

[119] See, Fazzari *et al.* (1988) and Orhangazi (2008).

their position of leadership, and will in turn be able to pay employees higher wages. However, analysis commonly used to understand competitiveness are not entirely aligned with reality. Thus, efforts to reach corporate competiveness may involve actions such as wage restraint or even wage cuts (Álvarez and Luengo, 2009). When this occurs, an increase in the S/K ratio will not necessarily be linked to higher wages, but instead may result from greater wage restraint. Finally, we expected the two variables for evaluating the impact of financialization on wages –corporate profitability (B/K) and financial puncture (Pf/K)– to have negative coefficients.

Our panel was designed from the Orbis database[120] and includes data from 2000 to 2008. We used the following variables to estimate the model expressed in Formula [1]:

- Wages (*W*): corresponding to the *cost of employees* variable, which includes wage costs paid by corporations as well as social payments or costs, expressed in thousands of euros.
- Employees (*L*): number of *employees* in each company.
- Sales (*S*): net volume of *sales*, in thousands of euros.
- Output (*Y*): corresponding to the *added value* generated by the company in a specific time period, in thousands of euros.
- Profits (*B*): Corresponding to the *Ebitda* (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization), in thousands of euros.
- Financial puncture (*Pf*): expressed as the sum of financial *interest paid* by corporations and *ordinary dividends* distributed[121], both in thousands of euros.
- Total assets (*K*): corresponding to the *total company assets*, in thousands of euros.

The nominal values of all the variables were divided by the deflactor of the GDP, so that we only worked with real values. Moreover, the sample we took from Orbis only includes those companies classified as "*very large companies*"[122] in the database. Since we were interested in studying non-financial corporations, we excluded from our sample all corporations with SIC codes between 6000 and 6799. The real estate sector was also excluded due to its unique characteristics during the 2000-2008 period.

For the model variables, we eliminated all observations presenting excessive standard deviation from the mean. To remove outliers from the sample, we calculated the mean and standard deviation of each of the variables and then selected and eliminated all those with scores above or below four times the standard deviation from the mean ($\mu \pm 4\sigma$). After purging from our database all financial and real estate corporations, all outliers and all corporations not showing data for the variables selected, we obtained a sample size of 4256 corporations[123] with the descriptive statistics listed in Table 1.

[120] Orbis is a global database from Bureau van Dijk Electronic Publishing which has information on approaching 60 million companies worldwide. We chose the Orbis database because alternative sources (Amadeus, Diane or Compustat) do not offer sufficient information regarding dividends distributed by French companies.

[121] The "financial puncture" (variable Pf) includes data on interest and dividends paid by companies, but not data on stock buybacks, since the Orbis database does not provide that information.

[122] Orbis, defines *very large companies* as those meeting at least one of the following four criteria: their operating revenues are above 100 million euros, their total assets are valued at or above 200 million euros, they have at least 1000 employees or they are listed on the stock exchange. Excluded from this category are all companies with Operating Revenue per Employee ratio or Total Assets per Employee under 1000 euros.

[123] For further details regarding the observations and companies eliminated in each of the methodological decisions, see Tables 8 and 9 of the statistical annex.

This corporation sample constitutes an unbalanced panel, since the corporations included were not required to provide data for all the periods. Nonetheless, panel data makes our analysis more robust and significant, with sufficient observations to allow for a disaggregated analysis by sectors and by corporation size. Table 2 shows the correlation matrix of the selected variables.

Table 1: Summary statistics of the regression variables

n=4256
T =9

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
W/K	25942	.2769254	.2696617	6.26e-06	1.869865
L/K	25942	.0073588	.011507	2.01e-07	.1469359
S/K	25942	1.865907	1.704379	5.62e-07	32.03643
Y/K	25942	.3688734	.2942456	-1.310967	2.186829
B/K	25942	.0944705	.1114182	-.6982266	.8626853
Pf/K	25942	.0160951	.0288239	1.83e-07	1.307963

Source: Orbis. Author's own calculations.

Table 2: Correlation matrix of the regression variables

	W/K	L/K	S/K	Y/K	B/K	Pf/K
W/K	1.0000					
L/K	0.7769	1.0000				
	(0.0000)					
S/K	0.0796	0.0641	1.0000			
	(0.0000)	(0.0000)				
Y/K	0.8986	0.7063	0.0793	1.0000		
	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)			
B/K	0.0200	0.0258	0.0193	0.3501	1.0000	
	(0.0013)	(0.0000)	(0.0019)	(0.0000)		
Pf/K	-0.0477	-0.0351	-0.0114	-0.0250	-0.0065	1.0000
	(0.0000)	(0.0000)	(0.0657)	(0.0001)	(0.2981)	

* Significance in parentheses

Source: Orbis. Author's own calculations.

4.2-Model estimation and main results

Our sample showed both heteroscedasticity and autocorrelation, in spite of the combination of longitudinal and cross-section data, which mitigates the risk of these estimation problems. Using Wooldridge and Breusch-Pagan/Cook-Weisberg tests to detect autocorrelation and heteroscedasticity in panel data, respectively, both phenomena were found to be present in our sample, as indicated in Table 3. The multicollinearity test revealed the absence of a linear relationship between the model variables.

Table 3: Autocorrelation, heteroscedasticity and collinearity tests for the pooled model (OLS)

```
*Wooldridge test for autocorrelation in panel data
H0: no first order autocorrelation
    F( 1,  3329) =   61.450
           Prob > F = 0.0000


*Cook-Weisberg (Score) tests for heteroscedasticity
using fitted values of W/K
Ho: Constant variance
         chi2(1)      =   4270.26
         Prob > chi2  =      0.0000


* Collinearity Diagnostics
  Variable      VIF     Tolerance
-------------------------------------
       L/K      2.25     0.4449
       S/K      1.01     0.9935
       Y/K      2.56     0.3902
       B/K      1.28     0.7796
      Pf/K      1.00     0.9985
-------------------------------------
  Mean VIF      1.62
```

Source: Orbis. Author's own calculations.

It was necessary to find an estimation method that would correct the heteroscedasticity and autocorrelation errors. The most efficient way was to model the functional form of both the heteroscedasticity and autocorrelation, so that more efficient and precise estimates could be obtained for the parameters (Cameron and Trivendi, 2009). For this purpose we used Feasible Generalized Least Squares (FGLS) estimation, as well as Panel Corrected Standard Errors (PCSE) estimates.

There is a long-standing debate as to whether FGLS or PCSE models are more suitable and precise[124]. For our purposes, both methods were useful for correcting the heteroscedasticity and autocorrelation that were detected. We controlled for heteroscedasticity in both cases and included a first order autoregressive term in both estimates. The results of the FGLS estimation, corrected for heteroscedasticity and autocorrelation, are shown in Tables 4 and 6, and the results of the PCSE estimation can be seen in Tables 5 and 7. In both cases our model is estimated for the various economic sectors (Tables 4 and 5) and the various subsamples ordered according to company size (Tables 6 and 7).

[124] See Beck and Katz (1995), as well as Beck (2001).

Table 4: Estimation results by economic sector (*)

(FGLS model controlling for heteroscedasticity and autocorrelation)

	(A) ALL	(B) AGRO_EXT	(C) INDUST	(D) MANUFACT	(E) SERVIC	(F) UTILIT	(G) TRADE	(H) OT_SERVIC
L/K	4.8902***	9.3519***	15.1868***	14.7661***	2.9484***	16.8991***	6.2063***	1.3927***
	(0.0383)	(1.0883)	(0.1242)	(0.1154)	(0.0453)	(0.2987)	(0.0799)	(0.0735)
S/K	0.0004***	0.0811***	0.0113***	0.0119***	0.0003***	0.0158***	0.0016***	0.0206***
	(0.0001)	(0.0074)	(0.0004)	(0.0004)	(0.0001)	(0.0008)	(0.0000)	(0.0013)
Y/K	0.7581***	0.1542***	0.4429***	0.4240***	0.8479***	0.3721***	0.6850***	0.9011***
	(0.0018)	(0.0162)	(0.0036)	(0.0038)	(0.0023)	(0.0091)	(0.0040)	(0.0040)
B/K	-0.6764***	-0.2155***	-0.4065***	-0.3922***	-0.7540***	-0.3671***	-0.5656***	-0.8625***
	(0.0013)	(0.0212)	(0.0036)	(0.0039)	(0.0026)	(0.0096)	(0.0041)	(0.0052)
Pf/K	-0.2887***	0.1373	-0.1297***	-0.0592***	-0.3022***	-0.2087***	-0.2755***	-0.1500***
	(0.0039)	(0.0774)	(0.0107)	(0.0096)	(0.0071)	(0.0162)	(0.0097)	(0.0175)
N	25515	276	11530	10012	13685	2253	7756	3676
ll	60755.5910	642.2326	28344.3687	24293.3792	33251.1583	5438.8854	20795.3245	7351.4052

Standard errors in parentheses

* p<0.05, ** p<0.01, *** p<0.001

The model includes a first order autoregressive term: AR(1)

(*) For further details regarding the SIC codes included in each group, see Table 10 on the statistical annex.

Source: Orbis. Author's own calculations.

Table 5: Estimation results by economic sector (*)

(PCSE model controlling for heteroscedasticity and autocorrelation)

	(A) ALL	(B) AGRO_EXT	(C) INDUST	(D) MANUFACT	(E) SERVIC	(F) UTILIT	(G) TRADE	(H) OT_SERVIC
L/K	5.9530***	5.4473***	15.0004***	14.7065***	4.3720***	15.0038***	7.3053***	2.2709***
	(0.2507)	(1.4746)	(1.1312)	(1.2164)	(0.2574)	(1.3089)	(0.6144)	(0.1901)
S/K	0.0034***	0.0649***	0.0127***	0.0119***	0.0018***	0.0218***	0.0023***	0.0317***
	(0.0004)	(0.0157)	(0.0015)	(0.0015)	(0.0004)	(0.0028)	(0.0004)	(0.0044)
Y/K	0.6733***	0.2707***	0.4054***	0.3897***	0.7565***	0.3616***	0.5946***	0.8260***
	(0.0106)	(0.0429)	(0.0181)	(0.0181)	(0.0130)	(0.0421)	(0.0211)	(0.0137)
B/K	-0.5870***	-0.3396***	-0.3625***	-0.3532***	-0.6590***	-0.3503***	-0.4799***	-0.7854***
	(0.0127)	(0.0520)	(0.0177)	(0.0184)	(0.0166)	(0.0441)	(0.0222)	(0.0229)
Pf/K	-0.2931***	0.2405	-0.1941***	-0.1243*	-0.3235***	-0.1783***	-0.2706***	-0.3231**
	(0.0382)	(0.1463)	(0.0505)	(0.0533)	(0.0488)	(0.0427)	(0.0663)	(0.1156)
N	25942	281	11665	10127	13962	2291	7891	3780
r2	0.8529	0.6166	0.7897	0.7693	0.8857	0.8201	0.8332	0.9185

Standard errors in parentheses

* p<0.05, ** p<0.01, *** p<0.001

The model includes a first order autoregressive term: AR(1)

(*) For further details regarding the SIC codes included in each group, see Table 10 on the statistical annex.

Source: Orbis. Author's own calculations.

Table 6: Estimation results by company size
(FGLS model controlling for heteroscedasticity and autocorrelation)

	GROUP_1	GROUP_2	GROUP_3	GROUP_4
L/K	11.8434***	8.1425***	3.6400***	2.3229***
	(0.1314)	(0.0813)	(0.0289)	(0.0491)
S/K	0.0113***	0.0044***	-0.0012***	-0.0019***
	(0.0003)	(0.0002)	(0.0001)	(0.0001)
Y/K	0.4729***	0.6710***	0.8488***	0.8664***
	(0.0044)	(0.0036)	(0.0010)	(0.0023)
B/K	-0.3722***	-0.5741***	-0.7950***	-0.7336***
	(0.0042)	(0.0042)	(0.0010)	(0.0025)
Pf/K	-0.1065***	-0.1660***	-0.2770***	-0.2530***
	(0.0099)	(0.0063)	(0.0033)	(0.0040)
N	4753	7641	5742	6379
ll	12653.8985	19821.6300	15885.4912	15367.0475

Standard errors in parentheses
* p<0.05, ** p<0.01, *** p<0.001
The model includes a first order autoregressive term: AR(1)
**GROUP 1: total assets above 300 million euros. GROUP 2: total assets between 100 and 300 million euros. GROUP 3: total assets between 50 and 100 million euros. GROUP 4: total assets below 50 million euros.

Source: Orbis. Author's own calculations.

Table 7: Estimation results by company size
(PCSE model controlling for heteroscedasticity and autocorrelation)

	GROUP_1	GROUP_2	GROUP_3	GROUP_4
L/K	11.1686***	10.0737***	4.8933***	3.1664***
	(1.2917)	(0.8814)	(0.5063)	(0.2361)
S/K	0.0202***	0.0038***	-0.0000	-0.0006
	(0.0022)	(0.0008)	(0.0007)	(0.0005)
Y/K	0.4038***	0.5837***	0.7767***	0.8067***
	(0.0375)	(0.0249)	(0.0188)	(0.0122)
B/K	-0.2909***	-0.5117***	-0.7214***	-0.7036***
	(0.0402)	(0.0257)	(0.0202)	(0.0177)
Pf/K	-0.0731	-0.3552**	-0.4450***	-0.3108***
	(0.0618)	(0.1194)	(0.1188)	(0.0681)
N	4988	8042	6218	6694
r2	0.6772	0.8232	0.8923	0.9124

Standard errors in parentheses
* p<0.05, ** p<0.01, *** p<0.001
The model includes a first order autoregressive term: AR(1)
**GROUP 1: total assets above 300 million euros. GROUP 2: total assets between 100 and 300 million euros. GROUP 3: total assets between 50 and 100 million euros. GROUP 4: total assets below 50 million euros.

Source: Orbis. Author's own calculations.

5.- Discussion of results and conclusions

The main results obtained from the estimations (Group A, ALL, in Tables 4 and 5) of the model confirmed our initial hypotheses: corporate profitability and financial puncture coefficients had significant negative values, indicating an inverse correlation with wages. The process of financialization of corporate strategies led to wage adjustments that increased profitability and payments to financial markets, at least between 2000 and 2008. Thus, the higher profitability of certain corporations and certain years, as well as greater profit distribution to the markets, were due to relatively lower worker retribution.

This conclusion is illustrated in Fig. 14 and Fig. 15, which represent the partial regressions of profitability and financial puncture in relation to wages[125]. The slope of the regression is negative in both cases.

When we break down our estimates by economic sectors (Tables 4 and 5), we find that the main conclusions of our analysis are still supported. The coefficients associated with the proxy variables representing financialization show negative values for both the industrial sector (Group C, INDUST), and for services (Group E, SERVIC), with greater intensity in the latter. The regressive effects of financialization on wages are maintained within the industrial sector when we restrict our analysis only to the manufacturing sector (Group D, MANUFACT). In the service sector, our hypotheses are upheld in utilities (Group F, UTILIT), trade (Group G, TRADE) and 'other services' (Group H, OT_SERVIC), although with some differences in the values of the coefficient associated with profitability.

The only sector where our hypotheses are not fully supported is the agro-extractive sector (Group B, AGRO-EXT, which includes corporations with SIC codes between 0100 and 1499). Tables 4 and 5 show that the sign of the coefficient associated with profitability in this sector is still negative, though the value is smaller than in the other sectors. However, the coefficient associated with financial puncture is not statistically significant in the FGLS or in the PCSE estimation[126].

When the sample is divided into different company sizes, the sign of the coefficients remain unchanged. Tables 6 and 7 indicate that the coefficients evaluating the impact of financialization on wages are clearly significant and negative for the four groups of corporations analyzed. However, we also see that the values of these coefficients are somewhat smaller in the largest corporations (Groups 1 and 2). This slighter repercussion may be due to three phenomena that can cushion wage adjustments in the largest corporations. First, these companies have access to monopolistic incomes derived from their market position, which might imply less need to compress salaries in order to strengthen corporate profitability and make payments to the financial markets. Second, the largest corporations constitute more solid arenas for workers to enter wage negotiations, which makes it more difficult to transfer profitability demands to salaries. Finally, corporations in Groups 1 and 2 actively develop plans to remunerate part of their non-executive employees by means of stock options, which are included in the labor costs of the corporations. The

[125] The regressions of the two variables represented in Fig. 14 and Fig. 15 (profitability and financial puncture) correspond to the partial regressions of the estimated model, adjusted for the other variables. In these figures, the regression line has the same slope as the OLS estimation coefficient.

[126] There may be several reasons behind the fact that our hypotheses are not upheld in this sector. Only 276 sample observations were used to estimate the agro-extractive sector, a number well below those of the other sectors. However, what really seems to be affecting these results is not so much the statistical effect but the peculiarities of the French extractive sector. There is greater room to bargain in this sector due to the privileged access of a few companies to monopolistic incomes, which would mitigate wage adjustments.

statistical result of this would be a less regressive impact of financialization on wages[127].

Figure 14: Partial regression of corporate profitability (*B/K*) against wages (*W/K*), (pooled OLS model)

Source: Orbis. Author's own elaboration.

Figure 15: Partial regression of financial puncture (*Pf/K*) against wages (*W/K*), (pooled OLS model)

Source: Orbis. Author's own elaboration.

[127] It is important to note that remuneration by stock options is only offered to a minority of non-executive employees, but may constitute amounts sufficient to alter our estimates.

To conclude, we discuss the coefficients of the control variables. Two of them –size (L/K) and productivity (Y/K)– also supported the initial hypotheses, showing clearly significant positive values. That is, wages depended on the efficiency of the firm and the size of workforce, since labor has greater barging power in corporations with larger workforces.

Finally, the value of the S/K ratio coefficient is a point of interest. We had not established a clear hypothesis regarding the sign of this variable, as its relation to wages was rather contradictory, at least in theory. The results of our analysis appear to confirm this appraisal. Though the coefficient is positive and significant for all economic sectors (Tables 4 and 5), its influence on wages is fairly limited. Furthermore, its value is positive only for the largest corporations and negative in the smallest corporations (Tables 6 and 7), where corporate competitiveness seems to depend on wage restraint.

6.- Statistical annex

Table 8: Summary statistics of the regression variables (before and after eliminating outliers)

n=5297
T =9

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
W/K	33752	.3085168	.3905704	9.29e-07	10.5
W/K (w/o outliers)	33225	.2748759	.2769328	9.29e-07	1.869865
L/K	28380	.0094104	.0347969	6.26e-08	3.4375
L/K (w/o outliers)	28245	.0082672	.0147372	6.26e-08	.1485729
S/K	35429	2.505553	76.31534	5.62e-07	13544.96
S/K (w/o outliers)	35423	1.865907	1.704379	5.62e-07	32.03643
Y/K	32024	.3981657	.4606599	-29.13218	24.83333
Y/K (w/o outliers)	31698	.3764705	.3224319	-1.310967	2.237799
B/K	36445	.0864442	.1976385	-13.03478	4
B/K (w/o outliers)	36308	.0890919	.1176759	-.7	.8626853
Pf/K	34329	.0204943	.4228778	1.83e-07	72.33049
Pf/K (w/o outliers)	34317	.0164317	.0318398	1.83e-07	1.605136

Proportion of observations eliminated:

- Wages (W/K): 1.56%
- Employment (L/K): 0.47%
- Sales (S/K): 0.017%
- Output (Y/K): 1.01%
- Profits (B/K): 0.37%
- Financial Puncture (Pf/K): 0,035%

Source: Orbis. Author's own calculations.

Table 9: Description of methodological decisions adopted for selecting the final corporation sample

Description of each methodological decision adopted in succession	Number of corporations remaining in the database after each methodological decision
Selection of Orbis corporations categorized as "*very large companies*"	8763
Elimination of corporations with SIC codes between 6000 and 6799 (financial and real estate corporations)	5297
Elimination of outliers	5278
Elimination of corporations without data for the variables selected	4256

Source: Author's own calculations.

Table 10: SIC codes included in each regression group of Tables 4 and 5

Group (economic sector)	SIC codes included
A (ALL)	0100-5999 and 7000-8999
B (AGRO_EXT)	0100-1499
C (INDUST)	1500-3999
D (MANUFACT)	2000-3999
E (SERVIC)	4000-5999 and 7000-8999
F (UTILIT)	4000-4999
G (TRADE)	5000-5999
H (OT_SERVIC)	7000-8999

Source: Statistical Division. United Nations.

7.- References

Aglietta, M. and Reberioux, A. 2004. *Dérives du capitalisme financier*, Albin Michel, Paris.

Aglietta, M. 2000. 'Shareholder value and corporate governance. some tricky questions', in *Economy and Society*, Volume 29, Number 1, February 2000.

Álvarez-Peralta, I. and Luengo, F. 2009. 'Enlargements of the European Union and the integration of the Spanish economy as an exporter', ICEI Paper, No. 9, Complutense Institute of International Studies, Madrid.

Batsch, L. 2002. *Le capitalisme financier*, La Découverte, Paris.

Beck, N. 2001. Time-Series-Cross-Section Data. What have we learned in the past few years? *Annual Review of Political Science,* 4(1), 271.

Beck, N., and Katz, J. N. 1995. 'What to do (and not to do) with time-series cross-section data'. *The American Political Science Review, 89*3, 634-647.

Bellamy Foster, J. 2010. 'The Financialization of Accumulation', *Monthly Review*, Volume 62, Number 5, October 2010.

Cameron, C. A., and Trivedi, P. K. 2009. *Microeconometrics using stata*. College Sation Texas. Stata Press.

Chesnais, F. (dir.) 2004. *La finance mondialisée. Racines sociales et politiques, configuration, conséquences*, La Découverte, Paris.

Crotty, J. 2005. 'The Neoliberal Paradox. The Impact of Destructive Product Market Competition and 'Modern' Financial Markets on Nonfinancial Corporation Performance in the Neoliberal Era', in Epstein, G. 2005. *Financialization and the World Economy*, Edward Elgar Publishing, London.

Dallery, T. 2010. *Le divorce rentabilité/croissance dans le capitalisme financiarisé. Changements de régimes, équilibres, instabilités et conflits*, Thèse de Doctorat en Sciences Economiques, Faculté des Sciences Economiques et Sociales, Université Lille 1.

Dallery. T. 2009. 'Post-Keynesian Theories of the Firm under Financialization', *The Review of Radical Political Economics*, December 2009 vol. 41 no. 4, 492-515.

Demir, F. 2009. 'Financial liberalization, private investment and portfolio choice. Financialization of real sectors in emerging markets', *Journal of Development Economics, 88*2, 314-324.

Duménil, G., and Lévy, D. 2004. *Capital resurgent. Roots of the neoliberal revolution*, Cambridge. Harvard University Press.

Duménil, G., and Lévy, D. 2011. *The crisis of neoliberalism*, Harvard University Press, Cambridge, MA.

Dünhaupt, P. 2010. 'Financialization and the rentier income share. evidence from the USA and Germany', Working Paper Series 2/2010, Hans Boeckler Foundation.

Epstein, G. (ed.) 2005. *Financialization and the World Economy*, Edward Elgar Publishing, London.

Fazzari, S., Hubbard, R. and Peterson, B. 1988. 'Financing constraints and corporate investment',

Brookings Papers on Economic Activity, vol. 1, 141–95.

Firmin, C. 2008. *Financiarisation, répartition des revenus et croissance en France. Quelques faits stylisés à l'épreuve d'un modèle stock-flux*, Thèse Doctoral, Université Paris I Panthéon-sorbonne, U.F.R de Sciences Economiques, Paris.

Goyer, M. and Hancké, B. 2006. 'Labour in French Corporate Governance. The Missing Link', in Gospel, Howard and Pendleton, Andrew 2006. Corporate Governance and Labour Management. An International Comparison, Oxford University, Oxford.

Hein, E. 2009. ''Financialisation', distribution, capital accumulation and productivity growth in a Post-Kaleckian model', MPRA Paper 18574, University Library of Munich, Germany.

Hein, E. 2008. 'Financialisation in a comparative static, stock-flow consistent Post-Kaleckian distribution and growth model', IMK Working Paper 21-2008, IMK at the Hans Boeckler Foundation, Macroeconomic Policy Institute.

Husson, M. 2008. *Un pur capitalisme*. Lausanne. Page Deux.

Jayadev, A. and Epstein, G. 2007. 'The correlates of rentier returns in OECD countries*',* Working Papers Series, No. 123, January 2007, Political Economy Research Institute, University of Massachusetts at Amherst.

Jeffers, E. and Plihon, D. 2001. 'Investisseurs institutionnels et gouvernance des entreprises', *Revue d´Economie Financière* nº 63, Paris.

Krippner, G. R. 2005. 'The financialization of the american economy', *Socio-Economic Review,* 3(2), 173-208.

Lapavitsas, C. 2009. 'Financialisation, or the Search for Profits in the Sphere of Circulation', Discussion Papers Series, No. 10, Research on Money and Finance, Department of Economics, SOAS, London.

Lazonick, W. and O´Sullivan, M. 2000. 'Maximizing shareholder value. a new ideology for corporate governance', *Economy and Society*, Volume 29, Number 1.

Martin, R., Rafferty, M., and Bryan, D. 2008. 'Financialization, risk and labour', *Competition and Change,* 12(2), 120-132.

Milberg, W., and Winkler, D. 2010. 'Financialisation and the dynamics of offshoring in the USA', *Cambridge Journal of Economics,* 34(2), 275-293.

Morin, F. and Rigamonti, E. 2002. 'Évolution et structure de l'actionnariat en France', *Revue Française de Gestion*, Vol. 28/141.

Onaran, Ö., Stockhammer, E. and Grafl, L. 2009. 'The finance-dominated growth regime, distribution, and aggregate demand in the US' Department of Economics Working Papers, No.126, Vienna University of Economics, Department of Economics.

Orhangazi, O. 2008. 'Financialization and Capital Accumulation in the Nonfinancial Corporate Sector. A Theoretical and Empirical Investigation on the US Economy, 1973-2003', *Cambridge Journal of Economics*, 32(6). 863-886.

Palley, T. 1999. 'Conflict, Distribution and Finance in Alternative Macroeconomic Traditions', *Review*

of Radical Political Economics, 31(4).102-132.

Palley, T. 2007. 'Financialization. What it is and why it matters', Working Paper Series No. 153, Political Economy Research Institute, University of Massachusetts at Amherst, Working Papers.

Plihon, D. 2004. *Le nouveau capitalisme*, La Découverte,

Skott, P. and Ryoo, S. 2007. 'Macroeconomic implications of financialization', Working Paper Series, 2007-08, University of Massachusetts Amherst.

Stockhammer, E. 2004. 'Financialization and the slowdown of Accumulation', *Cambridge Journal of Economics,* 28(5), 719-41, Cambridge.

Stockhammer, E. 2006. 'Shareholder value orientation and the investment-profit puzzle', *Journal of Post Keynesian Economics*, Volume 28, Number 2/Winter 2005/06, 193-215, M E Sharpe.

Stockhammer, E. 2007. 'Some stylized facts on the finance-dominated accumulation regime', Political Economy Research Institute, Working Papers Series, No. 142. University of Massachusetts at Amherst.

Tobin, J 1965. 'Money and Economic Growth', *Econometrica*, 33: 671-84.