

*DOCUMENTOS DE TRABAJO*

# **MISION DE ESTUDIOS DEL MERCADO DE CAPITALES**

MINISTERIO DE HACIENDA Y CREDITO PUBLICO  
FEDESARROLLO

## **EL MERCADO DE CAPITALES: UN ENFOQUE FUNCIONAL**

Juan Pablo Trujillo

Santafé de Bogotá D.C., Octubre de 1995

*(borrador para comentarios)*

## EL MERCADO DE CAPITALES: UN ENFOQUE FUNCIONAL

*Juan Pablo Trujillo*  
*Septiembre 1995*

Varios hechos han cambiado el panorama de los mercados de capitales en el mundo. Cinco hechos resultan particularmente relevantes. Primero, los mercados de capitales se han internacionalizado, dando lugar a un mercado de capitales global al cual los países pueden acceder si tienen los conocimientos, habilidades y tecnología necesarios. Segundo, se ha dado un ritmo sin precedentes de innovación financiera que ha ampliado la gama de instrumentos a disposición de los mercados de capitales nacionales e internacionales. A los tradicionales instrumentos financieros (bonos, acciones y contratos de deuda) se han sumado nuevos productos financieros (derivados, acciones preferenciales, entre otros) que han desdibujado la frontera entre deuda y capital como únicas alternativas de financiamiento de las empresas<sup>1</sup>. Tercero, las innovaciones financieras se han concentrado en productos que permiten una relación directa o desintermediada entre inversionistas y ahorradores, generando el fenómeno de desintermediación financiera. Cuarto, en los últimos años se ha dado a nivel mundial una gran ola de reformas en la regulación y control de los mercados de capitales domésticos. Las reformas se han dado tanto en países desarrollados y en desarrollo y ha tenido como característica fundamental el viraje hacia el desarrollo de mecanismos no-intermediados o no-bancarios. Quinto y último, al mismo tiempo que se ha dado este proceso de convergencia e internacionalización, se han mantenido importantes diferencias entre países en las estructuras institucionales de los mercados de capitales<sup>2</sup>.

Todos estos hechos han obligado un replanteamiento en la concepción, estructura, desarrollo y regulación de los mercados de capitales. Las definiciones tradicionales del mercado de capitales limitada a los mercados de bonos o acciones, o definiciones más amplias basadas en las instituciones o instrumentos utilizados, se han quedado cortas. La forma de estructurar la legislación y los organismos regulatorios del mercado ha sufrido transformaciones para incorporar las recientes innovaciones financieras y mantener la estabilidad del mercado. Los crecientes problemas generados por la introducción de los productos derivados es una muestra de ello.

Asimismo, estos hechos han replanteado viejas preguntas y generado nuevas: Para qué sirve el mercado de capitales? Cómo desarrollarlo? Es cada estructura del mercado de capitales óptima en sus propias circunstancias o existen alternativas que dominen sobre las otras? Es mejor un sistema intermediado o no-intermediado? Son estas dos alternativas sustitutas o complementarias? Los países en desarrollo están repitiendo la

---

<sup>1</sup> Muchos de estos instrumentos innovadores existen desde el siglo pasado, tal como lo documenta Allen y Gale (1994). Sin embargo, su utilización sólo se ha difundido hasta hace no más de una década.

<sup>2</sup> Merton y Bodie, resaltan este hecho. A pesar de que se ha dado una convergencia e internacionalización del mercado de capitales, las diferencias en las estructuras institucionales de los diferentes mercados de capitales a nivel mundial se mantienen. Estos autores atribuyen esta inercia o permanencia de diferencias institucionales a la existencia y desarrollo de productos derivados, especialmente de los swaps, ya que permiten un verdadero comercio internacional de ventajitas comparativas en el suministro de servicios financieros.

historia de los mercados de capitales de los países industrializados? Se debe desarrollar y organizar un sistema completo de instituciones y mercados ó, por el contrario, concentrar los esfuerzos en desarrollar las habilidades financieras y técnicas para acceder a la red financiera internacional y las instituciones reguladoras para controlar su acceso? Hasta d'onde se deben reformar las instituciones existentes y hasta donde los esfuerzos deben concentrar en la creación de nuevas instituciones e instrumentos financieros? Cómo crear las condiciones para generar un proceso de innovación financiera autóctono? Cuáles son los costos de no tener un mercado de capitales desarrollado? Existe alguna secuencia necesaria en el desarrollo del mercado de capitales? Cómo podemos evaluar cada alternativa?

El propósito de este trabajo no es dar una respuesta detallada a todas estas preguntas. No obstante, si busca proveer un marco teórico que permita abordarlas desde una perspectiva sistemática y dinámica que tenga en cuenta los hechos antes enunciados. La característica fundamental de este enfoque es el énfasis que hace en las funciones de los mercados de capitales, más que en sus instituciones. Las funciones del mercado de capitales son más estables a través del tiempo y el espacio que los medios e instituciones para desempeñarlas. Por ende, aquellas deben ser el parámetro para calificar las segundas, medir su desempeño y definir la esencia y naturaleza de los mercados de capitales. Todo proceso de diseño o reforma del mercado de capitales debe tener como punto de partida el diseño de instituciones y estructuras funcionalmente eficientes.

Este enfoque se utiliza en cuatro niveles diferentes. Primero para definir lo que es el mercado de capitales. Segundo, para comparar el desempeño de modelos de mercados de capitales alternativos. Tercero, para conceptualizar el papel del Estado y las familias en el mercado de capitales. Y cuarto, para entender el proceso de desarrollo e innovación financiera.

El capítulo está estructurado en seis secciones. En la primera se define el objeto de estudio, el mercado de capitales, y se establecen las diferentes maneras de enfocarlo. En la segunda sección se desarrollan las funciones que éste cumple. En la tercera, se presentan y evalúan dos grandes grupos de modelos del mercado de capitales: modelos intermediados y no intermediados y modelos liderados por el mercado y por el gobierno. Para ilustrar el primer grupo de modelos se comparan el modelo alemán y el anglosajón y para el segundo se comparan los modelos de los países desarrollados frente al de los países en desarrollo. En la cuarta sección, se hace una presentación general de los instrumentos del mercado de capitales y el proceso de innovación financiera. En la quinta sección, se hace referencia al caso colombiano. En la sexta y última sección se presentan conclusiones.

## **I. DEFINICION DEL OBJETO DE ESTUDIO: EL MERCADO DE CAPITALS**

### *A. Enfoques y definiciones*

Existen tres perspectivas fundamentales desde las cuales se puede enfocar el estudio del mercado de capitales y los sistemas financieros en general: la neoclásica, la institucional y la funcional.

Desde la perspectiva de la economía neoclásica, el mercado de capitales es simplemente el *lugar de encuentro entre oferentes y demandantes de capital*. De acuerdo con ésta perspectiva sólo la función de asignación de recursos de capital, como en un mercado de subasta, importa y no existen razones para la creación de instituciones financieras, ya que la existencia de mercados perfectos llena todas las condiciones para que proveedores y usuarios de capital satisfagan sus necesidades a los precios de mercado. Sin embargo, esto no deja de ser una abstracción. Los mercados de capitales son mucho más complejos y los intermediarios financieros existen y cumplen importantes funciones financieras.

En contraste a la perspectiva neoclásica, la perspectiva institucional no sólo asume que las instituciones importan, sino que éstas son el ancla conceptual de los mercados de capital. La naturaleza de las instituciones que componen los mercados de capitales constituyen su esencia y por ello su estudio implica estudiar sus instituciones. De acuerdo con ésta perspectiva el mercado de capitales es definido como una enumeración de subcomponentes o instituciones.

Las definiciones del mercado de capitales en este sentido son diversas. Algunos usan el término para referirse virtualmente a la suma de todos los mercados financieros<sup>3</sup>, incluyendo los mercados de divisas y de productos derivados<sup>4</sup>. Otros limitan la definición para incluir exclusivamente los mercados que negocian instrumentos que tienen una madurez original mayor a un año<sup>5</sup>, o para referirse exclusivamente a los mercados de bonos y acciones.

La legislación colombiana adopta un enfoque de este tipo. A pesar de que ésta no define lo que es el mercado de capitales, esto queda claro en su definición del sistema financiero. De acuerdo al Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, el sistema financiero y asegurador es aquel conformado por los establecimientos de crédito, las sociedades de servicios financieros, las sociedades de capitalización, las compañías aseguradoras y los intermediarios de seguros.<sup>6</sup>

La perspectiva institucional es muy útil para precisar conceptos y entender las instituciones del mercado, su operatividad y diferencias con otros países. Sin embargo, este enfoque enfrenta serios problemas. En primer lugar, carece de flexibilidad para adaptarse al desarrollo de nuevos instrumentos e instituciones financieras, ya que cada

---

<sup>3</sup> Para Allen & Gale (1994) la parte financiera de la economía es aquella que incluye cualquier actividad que ayuda a las empresas y a los individuos a compartir riesgos y estabilizar las fluctuaciones en ingresos y en gastos.

<sup>4</sup> Stiglitz (1994) utiliza los términos mercado de capitales y mercado financiero de manera equivalente.

<sup>5</sup> Ver por ejemplo Bodie, Kane & Marcus (1990); Serrano (1990); Banco de la República (1991).

<sup>6</sup> Esta suma de agentes financieros es lo que en otros países y en la literatura se denomina como el sistema de intermediarios financieros. Es importante tener en cuenta que implícitamente toda la definición y concepción del sistema gira alrededor de las figuras del préstamo y el depósito bancario. Esto es evidente al definir las operaciones que cumplen estos intermediarios, las cuales clasifica en operaciones activas, pasivas o neutras.

innovación requiere de una nueva regulación. En segundo lugar, al definir su objeto por la naturaleza de las instituciones e instrumentos que lo componen, y no por la de sus funciones, no permite entender como existen instituciones no-financieras, tales como el gobierno y las familias, que cumplen funciones en los mercados de capitales. En tercer lugar, si bien explica las diferencias institucionales entre países, lo hace de manera estática, por lo que el cambio institucional y los procesos de innovación financiera no pueden ser explicados desde éste enfoque.

Una perspectiva funcional resulta una alternativa más adecuada en estas circunstancias. Como su nombre lo dice, el enfoque funcional tiene como elemento central su énfasis y concentración en las funciones, más que en las instituciones del mercado de capitales. De manera similar al espíritu del enfoque funcional desarrollado por R.K. Merton (1957) para la sociología o el de Shumpeter (1911) o Williamson (1957) en la literatura económica, éste enfoque descansa sobre dos supuestos fundamentales<sup>7</sup>:

- A. Las funciones del mercado de capitales son más estables que las instituciones en el tiempo y el espacio.
- B. Los mercados de capitales evolucionan en la dirección de lograr una mayor eficiencia en el desempeño de las funciones de los mercados de capitales. En esta perspectiva las instituciones siguen a las funciones.

Desde la perspectiva funcional, la esencia del mercado de capitales está en la naturaleza de las funciones que desempeña y no en la naturaleza de las instituciones que en un momento del tiempo lo componen. Esto implica que del mercado de capitales hacen parte todo tipo de instituciones (bancarias/no-bancarias, públicas/privadas, formales/informales, nacionales/ extranjeras, entre otras), que las une una(s) función(es) común(es). Lo que diferencia al mercado de capitales de otros mercados son las funciones que cumple y no en las instituciones que las realizan.

La utilización de un enfoque funcional ofrece las siguientes ventajas frente a otros esquemas:

- A. Permite una comparación de los mercados de capitales de los diferentes países. Esta comparación se puede dar siguiendo el esquema planteado por Tobin (1984) de medir la eficiencia como el mercado de capitales cumple sus funciones<sup>8</sup>.

---

<sup>7</sup> El enfoque aquí desarrollado se basa en Merton y Bodie (1995). Hay muchos otros trabajos dentro del campo financiero que se ajustan a este esquema como: Black y Schole (1974), Benson y Smith (1976), Ross (1989), Scholes (1989), Black, Miller y Posner (1978), Black (1985), Brennan (1993), Gorton y Pennacchi (1992) y Pierce (1993).

<sup>8</sup> En el marco desarrollado por Tobin (1984), la eficiencia funcional se refiere sólo a las funciones básicas del mercado de capitales de manejar el sistema de pagos de un país y proveer un lugar de encuentro entre ahorradores e inversionistas. Sin embargo, una visión más amplia de las funciones del mercado de capitales, como la planteada en este capítulo, la eficiencia funcional engloba el desempeño de todas las funciones financieras anteriormente mencionadas. Tobin utiliza cuatro medidas de eficiencia:

- *Eficiencia Arbitraje de Información*: Mide el grado de ganancias que es posible obtener en el mercado a través de realizar operaciones en el mercado con base en información disponible. Eficiencia completa implica que no es posible obtener ganancias al realizar estas operaciones.

- B. Permite explicar las evolución recientes de los mercados de capitales e incorporar las innovaciones en el campo.
- C. Da una visión sistemática del mercado de capitales, incorporando la existencia de instituciones e instrumentos no-financieros en el cumplimiento de sus funciones.
- D. Ofrece un marco teórico para establecer una regulación dinámica y flexible de los mercados de capitales. Una regulación funcional del mercado permite comparar diferentes instrumentos e instituciones por su función más que por su forma.

No obstante, este enfoque no está exento de limitaciones. Su principal limitación es el olvido de los problemas relacionados con la transición o reforma de los sistemas financieros. Sin lugar a dudas, las instituciones siguen a las funciones, pero tal como advierte Stiglitz (1994), las decisiones tomadas en el corto plazo no pueden ser fácilmente cambiadas y las transiciones son difíciles y traumáticas. Muchos países han preferido concentrarse en adaptar instituciones existentes en vez de crear nuevas instituciones. El grado en que el legado institucional obstaculiza las reformas es un punto que debe tenerse en cuenta para determinar hasta donde los esfuerzos deben ser puestos en la reforma o reorganización de las instituciones existentes, y hasta donde los esfuerzos deben concentrarse en la creación de nuevas instituciones financieras. Por ende, cuando se estudia el proceso de reforma del mercado de capitales una combinación de ambos enfoques puede ser el más adecuado. Las instituciones no son tan estáticas como la perspectiva institucional sugiere, ni tan dinámicas como el enfoque funcional esperaría.

Las definiciones del mercado de capitales son diversas desde este enfoque y varían de acuerdo a la extensión de las funciones asignadas al mercado y la manera como se definen los recursos de capital. La definición que se ha preferido utilizar aquí sigue los lineamientos de Merton y Bodie (1995), los cuales definen el mercado de capitales como *el conjunto de mecanismos a disposición de una economía para cumplir la función básica de asignación y distribución, en el tiempo y en el espacio, de los recursos de capital, los riesgos, el control y la información asociados al proceso de transferencia del ahorro a la inversión*. Por recursos de capital se entiende como aquellos recursos que van a financiar la inversión y que son de *mediano y largo plazo*, en oposición a los recursos de corto plazo. Estos últimos constituyen el objeto del mercado monetario.

## B. Clasificación del Mercado de Capitales

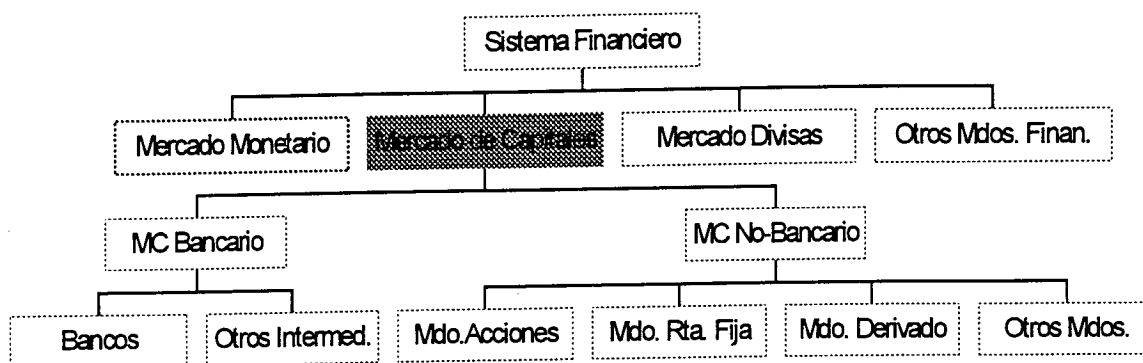
Existen diversos criterios que se pueden utilizar para clasificar los mercados de capitales. Aquí se ha preferido el criterio institucional o instrumental, que tiene en cuenta el tipo de

- 
- *Eficiencia en la valoración fundamental*: Mide el grado en que los valores de mercado reflejan de manera precisa el valor presente de los flujos futuros provenientes del activo.
  - *Eficiencia aseguramiento*: Mide el grado que los sistemas financieros ofrecen maneras de cubrir, diversificar o asegurar todo tipo de riesgos.
  - *Eficiencia Funcional*: Mide la eficiencia como el sistema financiero cumple sus funciones de financiamiento y manejo de los sistemas de pagos.

institución o instrumento que se utiliza para desempeñar las funciones del mercado de capitales.

De acuerdo al tipo de instrumentos e instituciones del mercado de capitales, se puede decir que el mercado de capitales se subdivide en el mercado de capitales intermediado (o bancario) y el mercado de capitales no-intermediado (directo o no bancario). El mercado de capitales bancario incluye el grupo de intermediarios financieros. El mercado de capitales no-bancario se refiere a los mecanismos de mercado no intermediados, tales como los mercados de bonos, acciones, productos derivados y otros mecanismos de contacto directo entre oferentes y demandantes de capital. Los mecanismos intermediados y no-intermediados pueden ser formales e informales. En el caso del sistema no-intermediado se diferencian entre mercados bursátiles y mercados mostrador<sup>9</sup>. El primero de estos mercados es un mercado formal, con procedimientos y contratos estandarizados, en el cual todas las transacciones son realizadas a través de una bolsa de valores, la cual se convierte en parte activa y pasiva de las transacciones. Los mercados mostrador son mercados informales que permiten una relación más directa entre las partes interesadas en la transacción o negociación. Dentro del mercado de capitales, existen también otra serie de sub-mercados si se adoptan otros criterios de clasificación. Entre otros, se puede nombrar los mercados de renta fija, acciones, y productos derivados.

**Diagrama 1: Sistema Financiero y Mercado de Capitales**



Debe tenerse en cuenta que los mercados bursátiles, los mercados balcón y los sistemas bancarios no son elementos exclusivos del mercado de capitales. Estos también hacen parte del mercado monetario y del mercado de divisas<sup>10</sup> o el sistema de pagos. Lo importante a tener en cuenta es que la naturaleza del mercado de capitales no está dada

<sup>9</sup> Algunos utilizan el término mercado secundario para referirse a estos mercados. Sin embargo, este término se adecua más a la diferenciación entre mercado primario y secundario. El mercado primario se refiere a aquel en que la oferta y la demanda se encuentran para introducir un título o instrumento por primera vez. Esto se da cuando el oferente es el emisor directo del mismo. En el mercado secundario la oferta de los títulos no se da por el emisor original, sino otro poseedor del título, quien lo pone en venta en el mercado por razones de liquidez. De otra parte, la utilización del término mercados balcón o secundarios también se utiliza para referirse a mercados que a pesar de utilizar mecanismos bursátiles no los requisitos de inscripción no son tan estrictos. También se pueden diferenciar los mecanismos intermediados por el mecanismo de transacción utilizado: bolsa o red.

<sup>10</sup> Algunos autores como Merton & Bodie (1995) incluyen el mercado de divisas dentro del mercado de capitales.

por las instituciones que participan en ellos, sino por las funciones que cumple y la naturaleza de los bienes de capital. De otra parte, el término sistema financiero, a diferencia de la definición de la legislación colombiana, es un concepto mucho más amplio que engloba los mercados de capitales. El sistema financiero es aquel que reúne todos los mercados financieros, los cuales además del mercado de capitales y el mercado monetario, incluye el mercado de divisas y el sistema de pagos. El mercado de valores también es un concepto mucho más amplio que el de mercado bursátil.

## II. LAS FUNCIONES DEL MERCADO DE CAPITALES

Siguiendo el paradigma neoclásico, los mercados de capitales han sido tradicionalmente concebidos como el lugar de encuentro entre la oferta y demanda de recursos de capital. De acuerdo con ésta perspectiva, la función del mercado de capitales se circunscribe a la transferencia de recursos de capital o, de manera desagregada, a la captación de ahorros y la financiación de proyectos de inversión.<sup>11</sup> Esta visión del mercado de capitales es correcta, sin embargo, se queda corta, ya que no captura la complejidad e importancia de todas las funciones que desempeña el mercado de capitales. Para entender la magnitud de las funciones que cumple el mercado de capitales, se debe partir del hecho que los mercados de capitales son mucho más complejos que la visión neoclásica plantea. Estos mercados no son perfectos y completos y requieren de instituciones e instrumentos que subsanen deficiencias que se presentan en el flujo de los recursos de ahorro hacia la inversión.

Además de los problemas que se pueden presentar en la generación de ahorro y de alternativas de inversión, la transferencia del ahorro hacia los proyectos de inversión más rentables enfrentan los siguientes problemas:

- A. Desigualdad de plazos entre el ahorro y la inversión
- B. Desigualdad en el tamaño del ahorro y la inversión:
- C. Información asimétrica entre usuarios y proveedores de capital:
- D. Mercados incompletos para compartir y transferir riesgos:
- E. Información incompleta para tomar decisiones de inversión
- F. Costos de transacción

Por ello, todo mercado de capitales no sólo puede ser entendido como un simple mercado de subasta y sus funciones reducidas a la simple asignación o transferencia de recursos. Los mercados de capitales desempeñan importantes funciones en la eliminación de los problemas enumerados, afectando no sólo la cantidad de la inversión sino su calidad.<sup>12</sup> De manera general, todo mercado de capitales cumple la función primaria de facilitar la transferencia y asignación de recursos de capital en el tiempo y

<sup>11</sup> En el caso de existencia de intermediarios en el mercado de capitales, las funciones de captación y otorgamiento de créditos o participaciones son desagregadas en dos operaciones independientes. En el caso de la utilización de estructuras no intermediadas existe unidad en el proceso de ahorro e inversión.

<sup>12</sup> Ver Shumpeter (1911), McKinnon (1973), Fry (1995), Porter (1992) y Kester (1990), entre otros.



en el espacio, en un ambiente de incertidumbre. De manera desagregada, esta función puede ser descompuesta en varias funciones básicas<sup>13 14</sup> :

- A. Transferencia de recursos de capital
- B. Aglomeración de recursos de capital
- C. Conversión de plazos
- D. Manejo, asignación y distribución del riesgo
- E. Selección de los destinatarios del capital y monitoreo y control de los recursos
- F. Suministro de información
- G. Manejo del sistema de pagos

#### *A. Transferencia de recursos de capital en el tiempo y en el espacio*

En el modelo neoclásico más simple<sup>15</sup>, el mercado de capitales existe para suministrar instrumentos que transfieran recursos entre entidades superavitarias y deficitarias. La existencia de mercados financieros completos que ofrecen instrumentos (sin riesgo) para todos los plazos, permite generar desigualdades entre el ahorro y la inversión a nivel individual. En la medida que las decisiones de inversión se separan de las disponibilidades de recursos propios se mejora la asignación de capital. Esta es la función que tradicionalmente se le ha atribuido al mercado de capitales. De la capacidad de éste de proveer maneras de transferir recursos de capital a través del tiempo, regiones geográficas e industrias depende el desarrollo de muchos sectores vitales para el crecimiento económico. Esta función es especialmente crítica en el caso de financiamiento de actividades innovadoras y nuevas tecnologías. Tal como afirma Schumpeter (1911), el grado de desarrollo del mercado de capitales aumenta la probabilidad de innovación exitosa y la viabilidad del proceso de desarrollo.

#### *B. Aglomeración de recursos y división de participaciones en proyectos de inversión*

Para resolver los problemas asociados con la desigualdad de tamaños entre los ahorros individuales y los recursos requeridos por un proyecto de inversión, los mercados de capitales cumplen la función de proveer mecanismos que permitan aglomerar recursos y subdividir participaciones en proyectos de inversión. Así se permite el acceso de

---

<sup>13</sup> Las funciones aquí especificadas se relacionan fundamentalmente con el proceso de transferencia entre el ahorro y la inversión. Algunos autores atribuyen al mercado de capitales relacionadas con el fomento del ahorro de una economía. Sin embargo, no es claro todavía cual es la relación de causalidad entre ahorro y desarrollo del mercado de capitales. Tampoco es claro que determina el ahorro de una economía. Factores como la cultura o los niveles de ingreso parecen ser mucho más relevantes. Por ende, se ha preferido centrar el análisis de las funciones del mercado de capitales a aquellas relacionadas con la transferencia de recursos, riesgos e información en el proceso ahorro-inversión.

<sup>14</sup> La función primaria de transferencia de recursos de capital entre ahorradores e inversionistas ha sido desagregada en diversas sub-funciones para permitir una mayor especialización y eficiencia de los agentes financieros. A la tendencia de concentrar todas las funciones del mercado de capitales en una institución única, se ha contrapuesto la de desagregar o dividir las labores financieras, en sus componentes de financiación, administración, riesgo e información entre diferentes agentes e instrumentos financieros. El desarrollo del mercado de capitales de los EE.UU. ha puesto de relieve que la transferencia de los recursos de capital no tiene porque estar estrechamente unida a la transferencia de los riesgos que esta transacción implica. De la misma manera, las funciones de captación se han ido separando de las de colocación, permitiendo una mayor especialización en cada una de estas por parte de diferentes tipos de agentes o entidades.

<sup>15</sup> En este modelo existen mercados perfectos y completos, certidumbre, no hay costos de transacción y los individuos maximizan su bienestar (definido en términos de consumo) a través de sus decisiones de inversión y consumo a lo largo de su vida.

pequeños inversionistas en grandes proyectos de inversión y una mayor diversificación de los portafolios de inversión<sup>16</sup>. Los bancos y los fondos mutuos de inversión son ejemplos típicos de mecanismos de aglomeración de recursos. Las acciones, los bonos o títulos emitidos bajo procesos de titularización de activos son los ejemplos de mecanismos de subdivisión de participaciones en proyectos de inversión.

### C. *Conversión de plazos*

En un mundo incierto, el riesgo de liquidez que enfrenta el ahorrador lo obliga a ser cauteloso en el tiempo por el cual compromete sus recursos, por lo que prefiere recursos a la vista o por plazos cortos. Por ello, el mercado de capitales provee mecanismos de conversión de plazos que separan las necesidades de liquidez de los ahorradores de los requerimientos de inversión de una economía.

El mercado de capitales convierte los plazos a través de dos mecanismos básicos. El primero, es la *aglomeración de riesgos* como en una compañía de seguros<sup>17</sup>. Los intermediarios financieros haciendo buen uso de la ley de los grandes números, eliminan el riesgo de liquidez para el ahorrador permitiendo una liquidación más efectiva y rentable de las inversiones<sup>18</sup>. El segundo, es la coordinación o *aglomeración intertemporal*. Un ejemplo son los Carruseles. En este instrumento los ahorros se suman en el tiempo más no en el espacio. Un título a largo plazo es mantenido por períodos menores al de su maduración por diversas personas que se comprometen de antemano a adquirirlo en un momento predeterminado, a un precio convenido y mantenerlo por un plazo fijado. Los mercados secundarios son una forma no contractual de lograr el mismo objetivo<sup>19</sup>.

### D. *Manejo, asignación y distribución de riesgo*

La existencia de incertidumbre en las transacciones financieras hace más complejas las decisiones de consumo e inversión. En un mundo incierto, no sólo la asignación y distribución de recursos de capital, sino sus riesgos, son elementos determinantes de los procesos de ahorro e inversión y del bienestar económico.<sup>20</sup> Tal como lo demuestra Merton (1973), el mercado de capitales es el escenario en el cual los individuos asumen o se liberan de riesgos para formar un portafolio de títulos que les permita realizar sus planes contingentes de consumo a lo largo de sus vidas<sup>21</sup> o con el cual se sientan

<sup>16</sup> Tufano y Sirri (1995).

<sup>17</sup> Greenwood y Smith (1993)

<sup>18</sup> De todas maneras no existe una total eliminación del riesgo de liquidez. Este riesgo se elimina en situaciones de funcionamiento normal del mercado. Sin embargo, tal como quedó demostrado en el caso de las S&L's en situaciones de crisis el desalineamiento en el plazo entre activos y pasivos es crítico. En este caso el riesgo de insolvencia es asumido generalmente por el Estado. Esta es un caso típico de participación estatal en el mercado de capitales.

<sup>19</sup> Estos instrumentos fueron prohibidos en Colombia después de una serie de casos de malos manejos por entidades financieras.

<sup>20</sup> Casi toda inversión tiene algún tipo de riesgo asociado, que puede frenar el flujo de recursos del ahorro a la inversión. A pesar de que no existan ninguno de los anteriores problemas, el proveedor de los recursos puede abstenerse de invertir por no querer asumir los riesgos de la inversión. Esto puede deberse a que es averso al riesgo o porque no tiene el conocimiento y/o los recursos necesarios para asumirlo. Si no existen mercados que le permita a éste proveedor transferir estos riesgos a quien esté en mejor capacidad o disponibilidad de asumirlos el flujo ahorro-inversión se ve limitado.

<sup>21</sup> Ver Arrow (1953) y Debreu (1959).

cómodo en términos de riesgo y retorno<sup>22</sup> De otra parte, la existencia de mecanismos para manejar los riesgos no sólo afectan el bienestar individual de manera directa, sino también a través de sus efectos sobre la inversión. Tal como demuestran Levine (1991) y St. Paul (1992), el sistema financiero permite diversificar el riesgo idiosincrático a través del mercado bursátil o los intermediarios financieros, aumentando la inversión productiva e incentivando la propiedad de capital. Froot, Sharfstein & Stein (1994), demuestran que no existen sólo beneficios para manejar el riesgo a nivel individual, sino también a nivel de empresas. El manejo del riesgo disminuye los costos de “stress financiero”, estabiliza la política de inversiones y reduce problemas de información asimétrica. Teniendo en cuenta que la mayoría de empresas se financian a través de retenciones de utilidades, toda política que estabiliza los flujos de ingresos afecta directamente la estabilidad de la política de inversiones.

Los mercados de capitales ofrecen tres formas genéricas de manejar el riesgo: la *diversificación*, el *aseguramiento* y la *cobertura*. La *diversificación* reduce la cantidad de riesgo asumido a través de la combinación de riesgos no correlacionados. El *aseguramiento* se refiere al conjunto de títulos o contratos que limitan el riesgo a cambio del pago de una prima. La *cobertura* permite la eliminación de riesgos a través de la venta, spot o futura, del riesgo o la compra de riesgos compensatorios.<sup>23</sup>

#### *E. Solución de problemas de información asimétrica: selección, monitoreo y control*

La existencia de asimetrías de información del mercado de capitales genera problemas de selección de los proyectos de inversión y de monitoreo y control del uso de los recursos de capital. El primero de estos problemas, denominado genéricamente en la literatura como “selección adversa”, es previo a la transferencia de los recursos de capital y surge por la menor información que tiene el proveedor de capital acerca las calidades del usuario<sup>24</sup>. Los problemas de control y monitoreo surgen posteriormente a la transferencia y están asociados a la existencia de “riesgos morales” que hacen al proveedor desconfiar de la manera como el usuario utilice los recursos transferidos<sup>25</sup>. La existencia de problemas de selección adversa y riesgo moral afectan la calidad de la inversión, ya que ambos pueden llevar a que los recursos de capital se destine a fines diferentes a aquellos que resultan socialmente óptimos. Por ello, el mercado de

<sup>22</sup> Ver Sharpe (1964), Lintner (1965) y Mossin (1966). Para un desarrollo detallado del efecto de los mercados de capitales en las decisiones intertemporales de consumo e inversión de los individuos ver Merton (1973b).

<sup>23</sup> Muchos de los nuevos instrumentos financieros se han concentrado en la función de manejo de riesgo y provisión de información. Es así como productos relativamente nuevos como las opciones o los swaps han sido desarrollados para manejar los riesgos del proceso de inversión o para proveer una información más completa y de mejor calidad en el mercado.

<sup>24</sup> Por no tener una información adecuada y concreta acerca del usuario, por la incapacidad de éste de comunicarla creíblemente o por los costos para el proveedor de confirmarla., el proveedor del capital actúa sobre información indirecta, general y homogénea que por ser una información promedio discrimina o selecciona en contra de los usuarios con mejores calidades que el promedio y favorece a quienes están por debajo.

<sup>25</sup> Dada la existencia de incentivos divergentes entre proveedores y usuarios de capital se requieren de mecanismos que controlen o monitoreen las acciones del usuario y eviten que éste utilice los recursos de capital hacia objetivos no deseados. Sin la estructura contractual adecuada o mecanismos apropiados de control se genera un problema moral en el cual las acciones del agente no corresponden a los intereses del principal. En el caso de un préstamo, la razón de este desalineamiento de incentivos está en las normas de quiebra y responsabilidad limitada. El peor escenario para el deudor es perder su propio capital. No enfrenta cárcel o trabajos forzosos para tener que repagar lo prestado.

capitales provee mecanismos que permitan superar estos problemas en el flujo entre el ahorro y la inversión.

Tal como afirma Kester (1990), esto implica que las funciones del mercado de capitales no sólo se limitan a la financiación de las empresas, sino se amplían a todo el sistema de gobernabilidad corporativa. El mercado de capitales no sólo tiene importancia en la medida que transfiere y riesgos recursos y riesgos, sino también instrumentos de control sobre el proceso productivo. En la medida que los sistemas gerenciales y de propiedad influyen en el desempeño empresarial, la función de distribución y transferencia de la propiedad de las empresas que cumple el mercado de capital debe tenerse presente al evaluar su eficiencia<sup>26 27</sup>

La manera como el mercado de capitales enfrenta estos problemas es diversa. Fundamentalmente, los mecanismos de monitoreo pueden ser externos como las actividades de toma de control corporativo o internos como la participación de los bancos en las decisiones de las empresas como en un sistema de multibanca como el alemán.

#### *F. Suministro de información*

Ante la ausencia de información completa para la toma de las decisiones financieras, el mercado de capitales cumple una función de provisión de información que ayuda a la coordinación de las decisiones de inversión a nivel descentralizado. Tanto mercados e intermediarios proveen información acerca de precios, volatilidades, tasas de interés, curva de rendimientos, entre otros, que permiten decisiones más acertadas de inversión. Tal como afirma Greenwood y Jovanovi (1990), los intermediarios financieros aprovechan la existencia de economías de escala en el manejo de información, supliendo vacíos de mercado y solucionando problemas de información asimétrica. De la misma manera, los mercados cumplen funciones en la valoración de activos, y en el suministro de información determinante en las evaluaciones financieras, tales como las tasas de descuento y las volatilidades implícitas<sup>28</sup>.

#### *G. Manejo del sistema de transacciones*

Finalmente, la transferencia de recursos de capital implica costos y riesgos de transacción. Por ello, todo mercado de capitales debe proveer sistemas eficientes de liquidación y compensación de pagos y de archivo de transacciones que reduzcan estos costos y riesgos. Los costos de transacción se originan por costos de procesamiento,

---

<sup>26</sup> Como dice Stiglitz (1994), a las tres preguntas clásicas de la economía - qué debe ser producido, cómo debe ser producido y para quién debe ser producido - se deben sumar dos preguntas más: cómo deben tomarse estas decisiones y quien debe tomarlas. Allen y Gale (1994) también hacen referencia a esta tradicionalmente olvidada faceta de l mercado de capitales.

<sup>27</sup> Tal como lo documenta extensamente Kester (1990) las corporaciones modernas enfrentan problemas de gobernabilidad interna y externa. Los problemas de gobernabilidad interna son generados por la divergencia de intereses entre dueños y administradores de la empresa. Los problemas de gobernabilidad contractual son externos a la compañía y se refieren al diseño de estructuras óptimas que gobiernen los acuerdos o relaciones entre compañías. Una estructura organizacional óptima es la que balancea las ventajas y costos de transar en el mercado con los de controlar administrativamente las mismas actividades dentro de la empresa.[Coase (1937) y Williamson (1985)]

<sup>28</sup> Merton (1995).

costos de transporte de instrumentos, costos de financiación y costos de mantenimiento de garantías y colaterales. Los riesgos de transacción se originan por fallas en la consumación de la transacción, tales como imposibilidad de conseguir financiamiento o de entregar lo prometido. Los mecanismos para manejar estos costos y riesgos son diversos tales como la creación de bolsas de valores, la introducción de redes electrónicas de pagos, ampliación de las redes bancarias, creación de mecanismos de compensación, inmovilización de títulos, mecanismos de pago contra entrega y garantías de desempeño.

### III. MODELOS DE MERCADOS DE CAPITALS

Existen un sinnúmero de maneras de estructurar el mercado de capitales para cumplir sus funciones. Sin embargo, dos grandes grupos de modelos merecen una atención particular. De una parte, la comparación de los modelos alemán y anglosajón sirve para ilustrar la utilización de mecanismos intermediados y no intermediados. De otra parte, la comparación de los modelos de los países desarrollados frente al de los países en desarrollo ilustra la utilización de las fuerzas del mercado y el gobierno como fuerzas motoras de su desarrollo.

#### A. Modelo Alemán vs. Anglosajón: Sistemas Intermediados vs. No-Intermediados

Fundamentalmente, las economías industrializadas muestran dos patrones distintos de desarrollo del mercado de capitales: el modelo anglosajón y el modelo alemán. La característica más sobresaliente que diferencia estos dos modelos es la importancia relativa que tienen las instituciones bancarias (y otros intermediarios financieros) frente a los mercados de valores (bursátiles y bonos, principalmente) en el desempeño de las funciones del mercado de capitales.

##### 1. *Modelo Alemán*

En un extremo, el sistema alemán está estructurado alrededor de pocas instituciones bancarias multipropósito que centralizan las funciones del mercado de capitales. Los mercados de bonos y bursátiles se encuentran poco desarrollados, la información disponible en el mercado es poca, el grado de capitalización es bajo y la competencia entre el sistema intermediado y no-intermediado es limitada. El mercado de productos derivados apenas existe desde 1990.

En el sistema alemán el rol de las instituciones financieras es más que la de simple suministro de capital y su participación accionaria en las empresas representa más que una inversión de portafolio. A través de sus actividades de bancos principales tienen un papel multifacético en la gobernabilidad de las empresas industriales<sup>29</sup>. Tal como

---

<sup>29</sup> Kester (1990).

documenta Gerschenkron (1968), los bancos en Alemania fueron la principal fuente de capital y liderazgo empresarial.

**Cuadro 1**  
Comparación Sistemas Financieros

	Alemania	EE.UU.	Colombia
Multibanca	Si	No	Desde 1991
Número de Bancos Importantes	Pocos	Muchos	Pocos
Relación de Largo Plazo entre Bancos y Empresas	Extensiva	Limitada	Limitada
Competencia entre Bancos y Mercados Financieros	Poca	Considerable	Poca
Interacción entre Intermediarios y Mercados Financieros	Limitada	Extensiva	Limitada
Número de Empresas Listadas en Bolsa	Pequeño	Grande	Mínimo
Mercados de Futuros y Opciones	Ilíquido	Líquido	Inexistente
Información disponible sobre empresas listadas en Bolsa	Limitada	Extensiva	Limitada
Mercado para Control Corporativo	No	Si	Muy poco

En Alemania, los accionistas de una empresa no son muy diferentes de otros tipos de derecho-habientes de las empresas. Estos derecho-habientes no son ni accionistas ni prestamistas exclusivamente, sino se confunden. En este sistema, existe una internacionalización de los procesos de reestructuración de activos, obligaciones financieras y manejo de la empresa, lo cual reduce el uso de instrumentos externos de reestructuración, tales como los procedimientos de quiebra y concordato o la toma de empresas a través de actividades de fusiones y adquisiciones<sup>30</sup>. Los mecanismos de control y monitoreo van desde la estructuración de contratos legales hasta obligaciones

<sup>30</sup> La toma de control corporativo son un mecanismo de mercado para disciplinar la administración de una empresa. Pero los sistemas intermediados permiten la formación de contratos implícitos y relaciones de largo plazo que cuando existen mecanismos de tomas de control. En Alemania no existe un mercado por el control corporativo por la concentración de acciones, pero existen mecanismos alternativos para remover administradores incompetentes. Estos mecanismos pueden ser monitoreo por accionistas con altos porcentajes de propiedad; asignar directores en las juntas directivas de las empresas. La evidencia de la superioridad de uno u otro sistema de monitoreo no es muy grande.

implícitas fundadas en relaciones de confianza y reforzados por mecanismos no legales<sup>31</sup>.

## 2. *Modelo Anglosajón*

En el otro extremo, el modelo anglosajón enfatiza la importancia de los mercados de valores (sistema no-intermediado) en el cumplimiento de las funciones del mercado de capitales. El sistema bancario (intermediado) existe y es importante, pero se concentra en la provisión de préstamos de corto plazo y sus actividades han estado durante mucho tiempo restringidas geográficamente a nivel estatal. De esta manera, se da una especialización de funciones en la cual el sistema bancario se concentra fundamentalmente en las funciones de banca comercial (mercado monetario y crédito de consumo) y el no-bancario en las funciones de banca de inversión (mercado de capital). (ver Cuadro 1 y Apéndices 1 y 2)

La evolución del sistema de gobernabilidad corporativa ha sido el fruto de la evolución legal y jurisprudencial. Predicando el ideal de la democracia corporativa y la necesidad de prevenir los abusos del poder empresarial, el sistema americano ha limitado la habilidad de las instituciones financieras para convertirse en grandes accionistas de empresas industriales y ejercer influencia en su manejo. Esto ha llevado a que el mercado de capitales desarrolle mecanismos externos, como los procedimientos de concordato y quiebra, los comités de asesoría, contratos de deuda con cláusulas especiales y las tomas de control corporativo<sup>32</sup>, como instrumentos de control y monitoreo de las empresas. En el caso de los EE.UU. existe una clara diferenciación entre los derecho-habientes de las empresas, en particular entre accionistas y acreedores.

Las funciones de transferencia, aglomeración y conversión de plazos son cumplidas por diversos tipos de instrumentos e instituciones. Al lado de instituciones tradicionales como los bancos, los Fondos de Pensiones y la emisión de acciones y bonos, han surgido nuevos instrumentos e instituciones que ha adquirido considerable importancia en el financiamiento de la inversión, tales como los fondos mutuos y la titularización de activos<sup>33</sup>. Los mercados de futuros y opciones son bastante líquidos y frecuentemente son usados por empresas y bancos. Esto hace que las alternativas de manejo de riesgo sean bastante amplias y la información pública para la toma de decisiones descentralizadas de inversión sea extensa. La existencia de un mercado bursátil desarrollado y de fondos mutuos de inversión también ofrece amplias alternativas de diversificación de riesgos. El mercado de productos derivados ofrece instrumentos para

<sup>31</sup> Los EE.UU. y Colombia han tenido un enfoque legalista, basado en relaciones de mercado con diversos proveedores y empresas verticalmente integradas, mientras Japón y Alemania han dependido de contratos implícitos entre menos partes que tienen relaciones más estables de largo plazo. Estas relaciones son tan pronunciadas que han dado aparición a grupos económicos.

<sup>32</sup> Las tomas de control corporativo también pueden ser entendidas como un mecanismo informal de mercado para la provisión de fondos internos. Este instrumento no sólo es un mecanismo de monitoreo, sino de financiamiento interno. El sistema de los EE.UU. es un sistema de financiamiento descentralizado, mientras el alemán es centralizado. El sistema descentralizado puede tener ventajas porque no genera el refinanciamiento de proyectos malos.

<sup>33</sup> La creciente utilización de mecanismos de titularización de activos ha dado surgimiento a un nuevo tipo de instituciones financieras, las entidades conducto ("conduits"), que en el futuro seguramente jugarán un papel importante en el sistema financiero.

el cubrimiento de importantes riesgos financieros como los relacionados con tasa de interés, tasa de cambio y precios de productos básicos.

### 3. *Otros países industrializados*

En el medio del modelo alemán y anglosajón, están países como Japón y Francia, los cuales han estado tradicionalmente más cerca del modelo alemán, pero recientemente han emprendido reformas para desarrollar sus mercados bursátiles. Países como el Reino Unido y Canadá combinan elementos de ambos extremos. Colombia ha avanzado en ambos sentidos. De una parte, en 1990 reformó la estructura del sistema financiero para introducir un sistema de multibanca. De otra parte, ha eliminado distorsiones e introducido incentivos y regulaciones para el desarrollo de nuevos productos en los mercados bursátiles.

### 4. *Modelo Alemán vs. Anglosajón: Evaluación funcional*

Una evaluación funcional del modelo alemán y el anglosajón arroja como conclusión principal que ninguno de estas dos alternativas es “per se” mejor que la otra. Tal como lo documenta Allen y Gale (1995) y Stiglitz (1994), no se puede decir que exista una estructura óptima del mercado de capitales. Las estructuras intermediadas (modelo alemán) y las no-intermediadas (modelo anglosajón) poseen ventajas y desventajas para el cumplimiento de las funciones del mercado de capitales. Asimismo, corresponden a circunstancias particulares de cada país, tales como tamaño, complejidad tecnología disponible, diferencias culturales, políticas e históricas<sup>34</sup>.

Desde una perspectiva teórica, puede argumentarse el caso a favor de ambos tipos de modelos: intermediados vs. no-intermediados. En un mundo Arrow-Debreu-Mckenzie con mercados completos, no existen razones para la existencia de intermediarios, a excepción de ser un medio para reducir costos de transacción. De otro lado, ante la presencia de problemas de mercado tales como el “riesgo moral” y la “selección adversa”, los intermediarios tienen ventajas sobre los sistemas no-intermediados, ya que aquellos pueden replicar las funciones de los mercados y adicionalmente estructurar contratos de largo plazo que reduzcan los problemas de incentivos. Sin embargo, la realidad es mucho más compleja. Los mercados son incompletos y los problemas de incentivos abundan. Asimismo, los intermediarios introducen problemas de incentivos propios y, por lo tanto, los sistemas no-intermediados resultan mejores en ciertas circunstancias. Encontrar que fuerzas dominan es algo que no puede resolverse a través de modelos económicos exclusivamente. Lo mejor que se puede esperar, sin un extenso análisis empírico, es ilustrar los puntos que pueden ser relevantes e indicar como pueden ser resueltos.

De otra parte, la tendencia a nivel mundial es hacia el desarrollo de las complementariedades entre sistemas intermediados y no-intermediados y no hacia la

---

<sup>34</sup> Merton y Bodie (1995) y Stiglitz (1994).



escogencia entre dos alternativas excluyentes. La evidencia internacional es contundente en respaldar, en general, la hipótesis de complementariedad, sobre la de sustituibilidad, entre estos dos sistemas, salvo en ciertas condiciones y para el desempeño de funciones específicas.<sup>35</sup>

De manera desagregada, se puede decir un análisis de las ventajas y desventajas del modelo intermediado frente al no-intermediado, en el cumplimiento de las funciones del mercado de capitales, arroja las siguientes conclusiones:

1. *Financiación (transferencia y aglomeración de recursos)*: Las empresas prefieren financiar sus planes de inversión con recursos internos. Al acudir a fuentes externas de financiamiento, los créditos bancarios dominan sobre la financiación a través de los mercados bursátiles y de bonos.
2. *Conversión de plazos*: Los intermediarios tienden a ofrecer ventajas en la conversión de plazos en la medida que pueden estructurar contratos de largo plazo, eliminar los riesgos de liquidez y evitar el fenómeno de corto-placismo de los sistemas no-intermediados.
3. *Manejo de riesgo*: Los mecanismos no-bancarios son mejores en la provisión de mecanismos de manejo de riesgo en un momento del tiempo (transversalmente) y los sistemas intermediados en el manejo del riesgo intertemporalmente.
4. *Control y monitoreo*: Los mecanismo de control y reestructuración interna del sistema alemán muestran mejores resultados en materia de estabilidad y crecimiento empresarial.
5. *Información*: Los sistemas no-intermediados ofrecen mayor información al mercado, pero generan una mayor volatilidad.
6. *Selección*: Los sistemas intermediados son mejores en la selección de inversiones en industrias tradicionales y los no-intermediados en industrias dinámicas e innovadoras.
7. *Costos de transacción*: En teoría, los mecanismos no-intermediados tienden a reducir los costos de transacción, aunque no necesariamente sus riesgos. Sin embargo, al evidencia en este aspecto no es contundente y depende de muchos factores para su medición. De todas formas, la evidencia muestra que el desarrollo de mecanismos no-intermediados en un sistema intermediado reduce los costos de transacción.

#### 1. *Financiación: Transferencia y aglomeración de recursos*

---

<sup>35</sup> Las reformas de países como Japón, Francia y los EE.UU. son una clara muestra de esto. En el caso japonés los sistemas intermediados están cambiando su manera cumplir las funciones del mercado de capitales y se está dando mayor participación a las estructuras no-intermediadas. Muchos bancos están vendiendo acciones y las compañías están dependiendo menos de los bancos del grupo. De otra parte, en EE.UU. la tendencia es al establecimiento de relaciones más duraderas y de largo plazo entre empresas financieras y no-financieras

Mayer (1990) muestra que los patrones de financiamiento de las empresas no-financieras en los países industrializados<sup>36</sup> son caracterizados por siete hechos ampliamente aceptados en la literatura financiera. Estos son

- i. La retención de utilidades es la fuente dominante de financiamiento en todos los países. (Ver cuadro 3).<sup>37</sup>
- ii. Existe importantes variaciones en los porcentajes de autofinanciamiento entre países desarrollados. Los porcentajes de autofinanciamiento son mayores en los países anglosajones.<sup>38</sup>
- iii. Los préstamos bancarios son la fuente de financiación externa más importante en los países desarrollados.<sup>39</sup>
- iv. Los mercados bursátiles no son una fuente importante de financiación de los gastos de capital de estas empresas.<sup>40</sup>
- v. Los mercados bursátiles han perdido importancia con el tiempo en la financiación de las empresas en los países anglosajones<sup>41</sup>.
- vi. Existe una fuerte relación inversa entre la proporción de gastos financiados con retenciones y con créditos bancarios.
- vii. Las pequeñas y medianas empresas son mucho más dependientes de las fuentes de financiamiento externo que las empresas mayor tamaño. Una proporción menor de la financiación de las pequeñas compañías proviene de los mercados bursátiles.

Diversas son las teorías utilizadas para explicar estos patrones de comportamiento. La más conocida en la literatura financiera es la del “Orden de Financiamiento” (“Pecking Order”). Apoyándose en la teoría de información asimétrica, la teoría del principal-agente y la teoría de los costos de transacción, ésta teoría establece que los recursos internos son la fuente de financiación más económica para una empresa, le sigue la financiación de deuda y, por último, la financiación a través de capital accionario, la cual resulta ser la fuente de financiamiento más costosa. Por ende, una empresa prefiere financiación interna sobre deuda y deuda sobre capital accionario.

Los resultados de Mayer (1988, 1990) son bastante citados a nivel internacional y son particularmente influyentes en los desarrollos teóricos recientes. Sin embargo, muchos de los resultados deben ser cualificados e interpretados con cautela. En malas manos, estos resultados pueden llevar a muchos a concluir que los mercados bursátiles no son

<sup>36</sup> El estudio cubre ocho países industrializados: Canadá, Finlandia, Francia, Alemania, Italia, Japón, Reino Unido y EE.UU.

<sup>37</sup> En promedio el 51.7% de los gastos de las empresas no-financieras son cubiertos con recursos internos

<sup>38</sup> Los porcentajes varían desde un 33.7% en el caso japonés y 66.9% y 72.0% en el caso de EE.UU. y el Reino Unido, respectivamente.

<sup>39</sup> En promedio un 31.1% de la financiación proviene de préstamos bancarios. Los porcentajes varían entre porcentajes cercanos al 20% en el caso de países como EE.UU., Reino Unido y Alemania y 40.7% en el caso de Japón. Los datos para Alemania son bastante sorprendentes. Sin embargo, hay que tener en cuenta que la presencia de los bancos es mucho mayor que lo que esta cifra indica, ya que estos ejercen control directo e indirecto sobre las empresas a través del sistema del Hausbank. Los principales dueños de las empresas son las corporaciones no financieras, familias, las compañías de seguros y los bancos. Los Bancos son los cuartos en importancia, aunque en la práctica su presencia es mayor porque además de sus intereses directos los bancos actúan como depositarios de las acciones de otros inversionistas.

<sup>40</sup> En promedio un 8.6% del financiamiento de las empresas proviene de los mercados de acciones y bonos. Los porcentajes más altos de participación de estas fuentes de financiamiento es 13.2% en el caso italiano.

<sup>41</sup> Singh (1995) explica este hecho por la pérdida de importancia de las operaciones de fusiones y adquisiciones en el mercado de los EE.UU. y en el Reino Unido. Los mercados bursátiles en los países desarrollados parecen jugar un mayor rol en la reasignación de los activos existentes, que en la financiación de nuevas inversiones. Pagano (1993) también documenta este hecho extensamente para el caso italiano.

importantes para el funcionamiento adecuado del mercados de capitales y que su desarrollo no resulta relevante. Por ello, debe tenerse presente varios hechos adicionales:

- i. Estos resultados se refieren sólo al financiamiento de empresas no financieras. Los mercados de bonos juegan un papel primordial en el financiamiento de muchos gobiernos y los mercados bursátiles juegan un papel importante en el financio de muchas empresas financieras.
- ii. Los datos utilizados por Mayer (1990) corresponden a gastos agregados de flujos de fondos y no a datos contables de las empresas<sup>42</sup>. Esto quiere decir que en este estudio se tiene una visión sectorial (y no de la firma) de las fuentes internas y externas de financiamiento. Por lo tanto, en estos no se considera los recursos intrasectoriales (préstamos, actividades de fusiones y adquisiciones, etc.) como fuentes externas de financiamiento.
- iii. Estudios como los de Meeks y Whittington (1975) y Kumar (1984), para el Reino Unido, y Navins y Sears (1985) y Nelson (1959), para los EE.UU., muestran que los mercados bursátiles juegan un papel muy importante en las actividades de reasignación de activos existentes, tales como los tomas de control corporativo y las fusiones de empresas.
- iv. Si bien los mercados bursátiles no representan una fuente considerable de financiamiento en los países industrializados, el desarrollo de mercados bursátiles eficientes es igualmente importante que el desarrollo de un sistema bancario eficiente, ya que los mercados bursátiles aumentan la competencia del sistema, empuja hacia abajo los costos de intermediación y ofrece una fuente dinámica e innovadora de financiamiento para ciertos sectores que por su dinamismo y ritmo de innovación no tienen acceso al crédito<sup>43</sup>. Como afirma Bernanke y Gertler (1990) y Cho (1986), los países en sus primeras etapas de desarrollo enfrentan situaciones financieramente frágiles debidos a los altos niveles de apalancamiento<sup>44</sup> y el desarrollo de un mercado bursátil eficiente reduce los costos de monitoreo y agencia y los riesgos de un nivel de apalancamiento excesivo.

En conclusión, la evidencia internacional muestra que los mercados de capitales enfrentan imperfecciones de mercado no solucionadas por los mecanismos e instituciones existentes que llevan a que las empresas no sean indiferentes a la manera como se financian. Las empresas no-financieras prefieren recurrir primero a sus fuentes propias y luego a los mercados de capitales. Una vez toman ésta última decisión, los mecanismos bancarios parecen dominar sobre los no-bancarios por los altos costos de información y control que estos implican. La dependencia de las fuentes bancarias parece ser mayor a medida que disminuye el tamaño de la empresa. Sin embargo, esto no quiere decir que se

---

<sup>42</sup> Esto tiene importantes implicaciones en las definiciones de las variables utilizadas. Una es que Mayer incluye en su definición de fuentes internas de financiamiento la depreciación en adición a la retención de utilidades. Para expresar las fuentes netas de financiamiento él utiliza esta variable como proporción de los gastos de capital y la construcción de stocks. Por ello, a pesar de su nombre, Mayer indica la financiación los activos físicos y stocks brutos, "brutos" (no netos) de depreciación.

<sup>43</sup> Adje y Jovanovic (1993) proveen un modelo en el cual los sistemas no-intermediados tienen un mayor efecto sobre el crecimiento económico que los intermediarios financieros, debido a que los mercados bursátiles son más propicios para el desarrollo de capital de riesgo y, por lo tanto, al progreso tecnológico que los bancos.

<sup>44</sup> A medida que el nivel de apalancamiento de una economía aumenta los costos de la intermediación financiera aumentan debido a la existencia de crecientes costos de agencia. Los mayores niveles de apalancamiento llevan a niveles subóptimos de inversión.

deban desarrollar más los primeros y olvidarse de los segundos. Los mecanismos intermediados y no-intermediados se complementan más de lo que se sustituyen en las funciones de financiación. Tal como afirma Stiglitz (1994), y muchos otros autores, la importancia de los mecanismos no-bancarios no puede analizarse desde la óptica de la función de financiación y transferencia de los mercados de capitales. El papel principal de los mercados de valores no está en la función de transferencia de recursos, sino en la provisión de mecanismos de manejo de riesgo, la provisión de información relevante al mercado y en la solución de problemas de incentivos.

**Cuadro 2**

*Fuentes de Financiamiento para Empresas Privadas*

Tipo	Capital de Deuda	Capital Accionario
<b>Fuentes Internas</b>	Prestamo Dueños	Stock de Capital Fundadores o Emision Acciones Dueños
		Utilidades Retenidas
<b>Fuentes Externas</b>		
<i>Informales</i>	Prestamos Familiares o Amigos	
	Crédito Comercial de Proveedores o Clientes	
<i>Intermediarios Financieros</i>	Préstamos Instituciones Financieras	
	Deuda Garantizada o no Garantizada	
<i>Mercados Públicos de Valores</i>	Emisión de Bonos	Emision de Acciones Normales o Preferenciales
	Titularización de Activos	

Fuente: Sirri & Tufano (1995)

## 2. *Conversión de plazos*

La experiencia internacional muestra que los intermediarios tienen ventajas para convertir plazos al poder estructurar contratos de largo plazo y reducir los riesgos de liquidez de manera más eficiente. En contraste, las fallas en los mecanismos de establecimiento de precios y de los mecanismos de control corporativo en los sistemas no- intermediados se consideran como factores que pueden llevar al fenómeno de corto placismo.

## 3. *Manejo de Riesgo*

La evaluación de la manera como los sistemas bancarios y no-bancarios cumplen la función de manejo de riesgo se da en tres aspectos: i) manejo de riesgo en el espacio (transversalmente); ii) manejo de riesgo intertemporal; iii) aumento de los niveles de riesgo por la adopción de una de estas alternativas.

En lo que al manejo de riesgo transversal se refiere, el amplio número de alternativas de inversión y manejo de riesgo que ofrecen los mercados bursátiles hace más ventajosa la adopción del modelo anglo-sajón. Sin embargo, los mecanismos no-intermediados enfrentan limitaciones para realizar una adecuada distribución de riesgos en el mediano y largo plazo. Debido a que no todas las generaciones pueden participar en un momento determinado de tiempo, una institución que tenga un horizonte indeterminado de vida y que sobreviva varias generaciones, puede proveer mejores mecanismos de compartir riesgos intertemporalmente. Tal como documenta Allen y Gale (1994), la existencia de un sistema bancario fuerte y con un horizonte de vida amplio ha permitido a permitido que las familias alemanas experimenten, en las dos últimas décadas, menores volatilidades en sus niveles de consumo que las estadounidenses. De otra parte, los intermediados son mejores cuando existen asimetrías de información que no permiten compartir riesgos de iliquidez. Los intermediarios también pueden proveer un mejor seguro contra riesgos del mercado; por lo menos a menores costos<sup>45</sup>.

### Cuadro 3

**Fuentes de Financiamiento Países Industrializados**  
*Promedio Financiamiento Neto Empresas No-Financieras*

	Canada	Finlandia	Francia	Alemania	Italia	Japón	R. Unido	EE.UU.
<b>Retenciones</b>	76.4	64.4	61.4	70.9	51.9	57.9	102.4	85.9
<b>Transferencias Capital</b>	0	0.2	2	8.6	7.7	0	4.1	0
<b>Título Corto Plazo</b>	-0.8	3.7	3.7	-0.1	-1.3	NA	1.7	0.4
<b>Préstamos</b>	15.2	28.1	28.1	12.1	27.7	50.4	7.6	24.4
<b>Crédito Comercial</b>	-4.4	-1.4	-1.4	-2.1	0	-11.2	-1.1	-1.4
<b>Bonos</b>	8.5	2.8	2.8	-1	1.6	2.1	-1.1	11.6
<b>Acciones</b>	2.5	-0.1	-0.1	0.6	8.2	4.6	-3.3	1.1
<b>Otros</b>	1.3	7.4	7.4	10.9	1	-3.8	3.2	-16.9
<b>Ajuste Estad.</b>	1.2	-5	-5	0	3.2	NA	-13.4	-5.1
<b>Total</b>	99.9	100.1	98.9	99.9	100	100	100.1	100

Fuente: Mayer (1990)

Desafortunadamente, lo que parecería la mejor alternativa, complementar los mecanismos intermediados con los no-intermediados, no es la política óptima para lograr

<sup>45</sup> Ver Allen y Gale (1994).

un manejo más eficiente del riesgo en el tiempo y en el espacio. Tal como explica Allen y Gale (1994), la existencia de sistemas no-intermediados desarrollados destruye las posibilidades de compartir riesgos intertemporalmente.<sup>46</sup>

Finalmente, diversos estudios documentan la mayor volatilidad que introducen los sistemas no-intermediados. Tal como se afirmó al referirse a la función de provisión de información, estos sistemas permiten una mayor toma de decisiones a nivel descentralizado, pero al mismo tiempo introduce nuevos agentes no especializados en el mercado cuyo comportamiento no necesariamente es racional de acuerdo a la información disponible. En este sentido, el modelo alemán puede ser preferible, ya que permite suprimir “ruidos” a través de la toma de decisiones centralizada y por agentes especializados.<sup>47</sup> De todas formas, debe tenerse presente, tal como se mencionaba anteriormente, que los mercados de capitales dependientes de sistemas intermediados enfrentan problemas de fragilidad financiera cuando los niveles de apalancamiento son altos.<sup>48</sup> Por ello, como afirma McKinnon (1988) la falta de mercados bursátiles arroja mucho riesgo en los mercados de capitales basados en intermediarios.<sup>49</sup> No obstante, Bernanke y Gertler (1990) muestran que esta situación de fragilidad financiera puede ser menor y los niveles de apalancamiento mayores en situaciones donde los bancos tienen participación en las empresas deudoras, como el sistema alemán.<sup>50</sup>

#### 4. *Control y Monitoreo*

Porter (1992), en un estudio acerca del sistema financiero de los EE.UU., afirma que el sistema asignación de los recursos de capital está fallando por las inhabilidades de los mecanismo no-intermediados de desempeñar adecuadamente sus funciones de control y monitoreo. El estudio concluye que las economías dominadas por mercados bursátiles están en una situación de desventaja competitiva frente a países como Alemania y Japón donde los mercados bursátiles han desempeñado un rol minoritario.

---

<sup>46</sup> La posibilidad de compartir riesgos en el tiempo implica poder ahorrar en tiempos favorables y desahorrar en tiempos desfavorables. Para que una institución con un horizonte de tiempo amplio pueda lograr esta nivelación de los patrones de ingreso se requiere que ésta sea la única que pueda lograr este arbitraje intertemporal y que los ahorradores mantengan sus recursos en los tiempos favorables. Por lo tanto, la existencia de un sistema no-intermediado desarrollado amplía las alternativas de ahorro e inversión y elimina la posibilidad de que un intermediario de largo plazo mantenga sus ahorradores en tiempos favorables a través de ofrecer un rendimiento de largo plazo Allen y Gale (1994) sugieren la creación de un superbanco que ofrezca un menú de cuentas con diferentes características de riesgos como la mejor alternativa. En este caso es difícil mejorar el rango de productos ofrecidos por los bancos alemanes sin deteriorar el potencial de suavizar los riesgos intertemporalmente.

<sup>47</sup> En un ambiente de información imperfecta incentivar el riesgo puede ser un mecanismo para mejorar la asignación de recursos. Ver Fry (1995) y Anderson y Khambata (1985). De todas formas las experiencias con estos mecanismos han sido poco exitosas.

<sup>48</sup> Ver McKinnon (1986) acerca de los resultados desastrosos de la liberación financiera en países como Argentina, Chile y Uruguay.

<sup>49</sup> El excesivo apalancamiento de una empresa hace a las empresas más vulnerables a shocks externos y fluctuaciones económicas. La probabilidad de quiebra o concordato hacen el sistema frágil y crean incentivos para la intervención estatal para mantener la estabilidad del sistema. Esta expectativa de intervención estatal para salvar el sistema genera al mismo tiempo problemas de “riesgo moral” en el mercado de capitales, lo cual aumenta los costos de intermediación. Ante la ausencia de mercados de capitales el gobierno puede estar tentado a intervenir a través de subsidios e impuestos para mejorar la asignación de recursos y redirigir los recursos de crédito. Sin embargo, el gobierno, en la práctica tiene menor información acerca de las mejores inversiones. Bernanke y Gertler (1990) proponen tasar los proyectos exitosos para mejorar la rentabilidad promedio de las inversiones y reducir los costos de agencia. Otras medidas incluyen regulaciones en cuanto al nivel de requerimientos de capital, garantías de crédito, seguro de depósito e implementación de sistemas de multibanca.

<sup>50</sup> Sin embargo, esta ventaja tiene que balancearse con los costos relacionados con conflictos de interés que puedan surgir. En el caso de los países en desarrollo parece ser que los segundos tienden a ser superiores a los primeros.

En general, los sistemas de multibanca en los países desarrollados han mostrado mejores resultados en el control y monitoreo de las empresas, aunque la evidencia no es contundente. El enfoque japonés y alemán han generado un mejor desempeño de largo plazo y empresas más “valiosas” comparadas con sus contrapartes de EE.UU. y el Reino Unido. No obstante, su desempeño no ha sido mejor que los EE.UU. en la maximización de utilidades de sus accionistas<sup>51</sup>. Un enfoque como el alemán resulta más ventajoso en la medida que el valor incremental perdido o los costos de agencia existentes sean menores al ahorro en costos de transacción y el aumento en la eficiencia productiva generados por relaciones más estables y de largo plazo. Esta estabilidad en las relaciones comerciales es un activo valioso para las empresas, ya que aumenta la eficiencia operacional y transaccional, al aislar la política de inversión de largo plazo de los ciclos operativos de corto plazo.<sup>52</sup>

## 5. *Información*

Las ventajas de los mercados y los intermediarios financieros en la provisión de esta función puede mirarse desde el punto de vista de los hogares y de las firmas. Desde la perspectiva de los hogares, no es claro si tener más información en el mercado es mejor. Demasiada información puede generar volatilidad excesiva, debido a la existencia de inversionistas poco experimentados, información asimétrica o participación limitada en el mercado. En este sentido la supresión de ruidos que genera el sistema alemán es ventajosa.

Desde el punto de vista de las empresas, la mayor provisión de información es mejor para la toma de decisiones de inversión, por ello un sistema como el de EE.UU. puede ser mejor. El sistema alemán tienen mecanismos sustitutos como la asesoría a empresas o las decisiones de préstamo que suministran información al mercado. Sin embargo, un sistema de bancos tiene problemas para proveer cierto tipo de información como tasas de descuento ajustadas por riesgo. Este rol de distribución de recursos del mercado bursátil es su más citada función principal. No obstante, Stiglitz (1994) afirma que mucha de ésta información es irrelevante para la toma de decisiones de inversión. Merton (1995) argumenta lo contrario. Los mercados financieros provee información valiosa como la tasa de descuento y volatilidades implícitas<sup>53</sup>.

## 6. *Selección*

El sistema anglosajón parece ser mejor para industrias dinámicas en que no existe un consenso en el manejo de políticas. El sistema alemán parece ser mejor para industrias tradicionales donde existe un consenso en las políticas a seguir. En el sistema de EE.UU. hay un sistema de chequeo amplio que no existe en el sistema de bancos. No hay un

---

<sup>51</sup> Este es un comportamiento satisfactor pero no maximizador.

<sup>52</sup> La experiencia de los países en desarrollo, como se verá, parece ser contraria a la de los países desarrollados, ya que la estructuración de relaciones estrechas entre instituciones financieras y no-financieras ha tenido como objetivo evitar requisitos regulatorios y no solucionar problemas en el flujo de los recursos de capital. Por lo tanto, una evaluación de los sistemas de multibanca debe balancear los beneficios de lubricar el proceso de inversión con los costos generados por potenciales conflictos de interés.

<sup>53</sup> Merton (1995) enfatiza la importancia de los mercados de productos derivados en la provisión de esta información.

debate público de políticas y aquí no parece existir un sustituto importante en el sistema alemán.

En conclusión, se puede decir que los sistemas intermediados y los no-intermediados son alternativas complementarias más que sustitutas. En las etapas iniciales un sistema de bancos fuerte parece ser necesario para promover el desarrollo y el crecimiento. La preponderancia de la financiación externa de los bancos y los problemas de control corporativo muestran que los bancos pueden ser mejores en promover el desarrollo económico, por lo menos en las etapas iniciales, mientras las empresas crean su reputación y se establecen los incentivos adecuados entre proveedores y usuarios de capital. En etapas posteriores de desarrollo los mecanismos intermediados y no-intermediados son complementos más que sustitutos. En el largo plazo, los intermediarios financieros parecen perder dominancia en el desarrollo de las empresas. Tal como documenta Fry (1995) ambos aumentan la tasa de crecimiento cuando existen conjuntamente. Cuando sólo uno o ninguno de estos existe la tasa de crecimiento es menor<sup>54</sup>.

## **B. Países desarrollados vs. países en desarrollo**

Estudios recientes<sup>55</sup> acerca de los patrones de financiamiento de las empresas en los países en desarrollo muestran que existen importantes diferencias de comportamiento con los países desarrollados. Contrario a lo que predeciría la teoría, las empresas de los países en desarrollo utilizan más las fuentes de financiamiento externo y los mercados de acciones para financiar el crecimiento de sus activos netos, que sus contrapartidas en los países desarrollados. Sin embargo, los porcentajes de financiamiento interno y externo a través capital accionario y deuda varían considerablemente entre países (ver cuadro 4)

A diferencia de los países desarrollados donde la fuente principal de financiamiento son las retenciones de las empresas, en los países en desarrollo las empresas se financian principalmente con recursos externos y fundamentalmente a través de préstamos bancarios<sup>56</sup>. No obstante, subsisten importantes diferencias entre estos países y algunas excepciones a la regla. Países como Corea, México, Turquía y Tailandia presentan altos niveles de financiamiento externo a través de capital accionario (más del 40%), mientras que otros países como India, Jordania y Colombia presentan niveles muy bajos de financiamiento a través de los mercados bursátiles<sup>57</sup>.

Estas conclusiones van en contravía a lo que los modelos económicos sugerirían. De una parte, los altos costos de agencia e información asimétrica haría preveer una preferencia por la utilización de fuentes internas de financiamiento. De otra parte, las imperfecciones

---

<sup>54</sup> El Banco Mundial (1989) durante muchos años promovió el desarrollo de los intermediarios financieros exclusivamente, sin embargo, recientemente sus recomendaciones se han centrado en el desarrollo de intermediarios y mercado financieros. Los bancos fueron tradicionalmente asociados con la promoción del desarrollo y el crecimiento económico. Pero esta ilusión se fue desvaneciendo con la corrupción y las crisis bancarias.

<sup>55</sup> Singh y Hamid (1992) y Singh (1995).

<sup>56</sup> Ver Mayer (1990) y Merton y Bodie (1995).

<sup>57</sup> Ver Glen y Pinto (1994) para un estudio de las estructuras de capital de los países en desarrollo. Para el caso colombiano ver Tenjo (1995).



y volatilidades de los mercados emergentes de acciones sugerirían que las empresas no tendrían incentivos para listar sus compañías en bolsa. La experiencia de países como India y Corea no corresponden claramente con las predicciones teóricas. En el caso de India, existían 6,430 compañías listadas en bolsa en 1990 comparado con 6,409 en los Estados Unidos en 1991, 2,006 en el Reino Unido, 649 en Alemania y 220 en Italia en 1990. En Corea, en 1989 la emisión primaria de acciones representó cerca de una tercera parte de la inversión doméstica bruta y en Turquía un 67% del crecimiento neto de activos de las empresas manufactureras fue financiado con capital accionario.

#### **Cuadro 4**

*Fuentes de Financiamiento Países en Desarrollo*

País	Año	Tasa de Retención (Después Impuestos)	Fuente Recursos		
			Financiación Interna	Deuda Largo Plazo	Capital Accionario
Corea	1980-87	59	12	45	40
Pakistan	1980-86	46	58	16	12
Mexico	1984-88	NA	17	3	76
India	1980-88	67	36	46	11
Turquía	1982-87	24	18	16	61
Malasia	1983-87	45	42	2	31
Jordania	1980-87	40	6	16	12
Tailandia	1983-87	47	17	16	84
Zimbawe	1980-88	61	58	0	43
Colombia	1986-90	NA	27	66	7

*Fuente: Singh (1995), Tenjo (1995).*

Una posible explicación de esta divergencia de comportamiento podría ser que los países en desarrollo están siguiendo los patrones de desarrollo de los países anglosajones. Como se hacía referencia anteriormente, la experiencia de los EE.UU. y el Reino Unido muestran que los mercados bursátiles jugaron un papel importante en el financiamiento del crecimiento empresarial en las primeras etapas de industrialización<sup>58</sup>, pero con el tiempo han ido perdiendo importancia. Sin embargo, la validez de ésta hipótesis ha sido desvirtuada por Singh (1995), quien muestra que existen importantes diferencias en el financiamiento accionario de las empresas en países anglosajones y en desarrollo. Mientras que los mercados accionarios jugaron un papel importante en los países desarrollados en la relocalización de los activos existentes, a través de las actividades de fusiones y adquisiciones, en los países en desarrollo la importancia de estas actividades es prácticamente nula.

<sup>58</sup> Ver Taggart (1985).

Otra posible explicación podría ser fundamentarse en la diferencia de las bases de datos comparadas. Mientras que los datos utilizados por Mayer (1990) corresponden a estadísticas de flujos agregados de fondos del sector no financiero, los datos utilizados por Singh (1995) corresponden a datos contables de las 100 principales empresas manufactureras de 10 países en desarrollo: Corea, Pakistán, Jordania, Tailandia, México, India, Turquía, Malasia, Zimbawe y Brasil. Asimismo, estos datos contradicen otros estudios como el de Fry (1995) que muestra que 35 mercados de valores en los países en desarrollo han jugado generalmente un rol minoritario en la movilización interna de recursos.

Sin embargo, si bien esto introduce problemas de comparación en los datos y las conclusiones no son robustas por el estado prematuro de las investigaciones en el área, todos los estudios confirman la alta dependencia en los países en desarrollo de las fuentes de financiamiento externo, sean éstas bancarias o no-bancarias. De otra parte, debe tenerse en cuenta que se han realizado intentos de compatibilizar las bases de datos para países específicos y una vez se tienen en cuenta las actividades de fusiones y adquisiciones en determinados períodos, los resultados muestran una mayor utilización de los mercados accionarios en algunos países en desarrollo.<sup>59</sup>

La explicación más aceptada para explicar esta divergencia de patrones es la diferencia en las fuerzas que los han liderado. Mientras que la expansión y desarrollo de los mercados de capitales en los países desarrollados ha correspondido a una respuesta espontánea a las fuerzas del mercado, en los países en desarrollo los gobiernos han jugado un papel principal.

Los gobiernos en los países en desarrollo han adoptado un rol pro-activo más allá de sus funciones regulatorias y de control, a través de la creación de instituciones financieras y la introducción de incentivos y desincentivos. La mayoría de los cambios en la estructura y operación de los mercados de capitales se han dado bajo la rúbrica de procesos de desarrollo, liberalización o reforma financiera impulsados por las entidades gubernamentales y multilaterales<sup>60 61</sup>

Durante la década del veinte y treinta el desarrollo del mercado de capitales estuvo fuertemente marcado por las recomendaciones de las misiones internacionales que daban una gran importancia a las instituciones bancarias y su separación institucional del sector real.<sup>62</sup> De esta manera, los países en desarrollo desarrollaron un fuerte sistema de banca

<sup>59</sup> Para un mayor análisis ver Singh (1995); Cosh, Hughes, Lee y Singh (1989); Cosh, Hughes y Singh (1990), Mayer (1988).

<sup>60</sup> Países como Corea, Filipinas y Tailandia, incluso, han retornado a políticas de represión financiera después que las políticas de desregulación han llevado a un importante grado de concentración financiera.

<sup>61</sup> Para un análisis más completo ver United Nations (1984). "General Purpose Banks: Their Role in the Mobilization and Conversion of Savings", en: *Savings for Development: Report of the Second International Symposium on the Mobilization of Personal Savings in Developing Countries*, Kuala Lumpur, 15-21 Marzo, 1982. New York: United Nations.

<sup>62</sup> La tendencia hacia la creación de entidades financieras multipropósito fue detenida a inicios de la década del 30 por regulaciones introducidas en muchas partes de mundo, en las cuales se buscaba prevenir los conflictos de interés generados por un sistema financiero dueño de empresas del sector real. En la década del setenta esta tendencia hacia la multibanca volvió a surgir en los países en desarrollo impulsada por organismos internacionales como el Banco Mundial y el FMI, quienes recomendaban la desregulación financiera y la adopción de un sistema de multibanca.

especializada con una alta participación gubernamental en la asignación de recursos y con fuertes incentivos hacia la utilización de deuda sobre capital en el financiamiento de las empresas. De otra parte, la estrecha relación entre el financiamiento público y el sistema financiero moldeó la estructura del mercado de capitales en estos países.<sup>63</sup>

Solo hasta la década del ochenta los gobiernos han asumido un rol pro-activo en el desarrollo de los mercados bursátiles. Muchos de los motivos detrás de este desarrollo se han circunscrito a países específicos, aunque importantes motivos comunes también han influenciado las acciones gubernamentales. Entre los motivos principales se encuentran: el desarrollo de programas de privatización; la necesidad de atraer recursos externos diferente de deuda después de la crisis de los ochenta; la necesidad de financiar con ahorro privado empresas industriales del Estado que no han sido privatizadas; la tendencia mundial hacia la desregulación y globalización de los mercados de capitales; y las recientes recomendaciones de los organismos multilaterales para desarrollar los mercados bursátiles como proveedores de recursos de financiamiento de largo plazo.

Las medidas para estimular el desarrollo de los mercados bursátiles han sido diversas y han ido más allá de la remoción de restricciones. Las acciones han buscado promover de manera activa el desarrollo de la oferta y la demanda, a través incentivos tributarios y beneficios no-tributarios que induzcan a las compañías a inscribirse en bolsa y a los individuos a comprar títulos en el mercado. Otros gobiernos han ido más allá de otorgar incentivos y han intervenido abiertamente en sus operaciones. Entre otras, vale la pena mencionar:

- *Jordania*: Las compañías sólo se les otorga el privilegio de tener responsabilidad limitada si ofrecen un porcentaje mínimo de su capital en el mercado público.<sup>64</sup>
- *Corea*: El gobierno coreano a intentado educar al público en la adquisición de acciones de empresas a través de campañas a nivel nacional. También para estabilizar el mercado creó en 1989 un fondo de estabilización.<sup>65</sup> Para forzar la financiación a través de capital accionario han impuesto topes a las razones deuda-capital permitidos.
- *India*: Se han otorgados incentivos especiales para los nacionales no-residentes para invertir sus recursos en el mercado bursátil.
- *Turquía*: Las compañías están sujetas a una menor tasa de impuesto a la renta dependiendo de los porcentajes que sus acciones esté en manos del público.

---

Esta promoción de la multibanca se basó en trabajos teóricos que partían de la hipótesis de Gerschenkron. [Ver por ejemplo Khatykhate y Riechel (1980) y Patrick (1984)]. Sin embargo, recientemente las recomendaciones han vuelto a estar nuevamente en contra de la opción de la multibanca para países en desarrollo. Tal como documenta Fry (1995) se afirma que las instituciones financieras bajo el control de conglomerados económicos empeoran la distribución del ingreso. A diferencia de la experiencia europea las estrechas relaciones entre instituciones financieras y sector real están motivadas por el deseo de abolir regulaciones sobre créditos, más que para solucionar problemas de incentivos y de control empresarial. Los casos mas citados en la literatura son los de Colombia, Turquía y Brasil.

<sup>63</sup> Como ocurrió en el siglo XIX en países como España, Austria y Serbia la atención de muchas instituciones financieras se centró en la financiación de las finanzas públicas, haciendo difícil para el sistema financiero contribuir al desarrollo industrial y desempeñar otras funciones del mercado. En muchos de los países en desarrollo no se puede decir que exista un mercado de capitales en el sentido como lo hemos definido.

<sup>64</sup> Estos porcentajes son 25% para instituciones financieras y 50% para compañías industriales y comerciales. (Ver Sudweeks, 1989).

<sup>65</sup> En la actualidad este fondo es dueño del 5% de las acciones negociadas.

- *Malasia*: Para lograr una mejor distribución de la riqueza entre la población, las compañías que tengan contratos con el gobierno son obligadas a ofrecer un 30% de su capital accionario a la población de menores recursos.
- *Tailandia*: Creó un Fondo de Estabilización como en Corea para estabilizar el mercado.

En general, la adopción de estas medidas parece haber logrado su cometido en el desarrollo de los mercados bursátiles de estos países en la última década, medido en términos de capitalización, número de empresas listadas en bolsa y volúmenes transados (ver cuadro 5). Adicionalmente, la caída de los costos relativos del capital y el aumento de los costos de endeudamiento parece haber contribuido a incentivar a las empresas a utilizar de los mercados bursátiles como mecanismo de financiamiento.

Sin embargo, un análisis agregado del mercado de capitales lleva a conclusiones menos alentadoras. Primero, el desarrollo de los mercados bursátiles ha llevado a una sustitución de fuentes de financiamiento más que a su complementación. La evidencia sobre los efectos de estos desarrollos no es muy robusta, pero los resultados parecen indicar ningún efecto significativo sobre los niveles de ahorro. La mayor utilización de la emisión de acciones como fuente de financiamiento ha reducido la utilización de préstamos bancarios. Segundo, tal como anotan Kim y Lee (1990) para el caso coreano, a pesar de la caída de los costos de capital y el aumento de los precios de las acciones listadas en bolsa, las empresas estaban lejos de utilizar voluntariamente a los mercados bursátiles para financiar sus planes de inversión por miedo a perder el control de sus empresas. Esto se debe a que en la mayoría de los países en desarrollo no existe todavía una separación entre propiedad y control, tal como ocurre en los mercados de los EE.UU. Tercero, los mercados bursátiles no son los mercados de capitales, sólo un instrumento de estos. Si tenemos en cuenta que el desarrollo del mercado de capitales no está determinado por la magnitud del sistema bancario o el de sus mercados bursátiles, sino por la eficiencia con que desempeña sus funciones la experiencia de muchos países desarrollados deja mucho que desear.

Una comparación de los mercados de capitales de los países desarrollados y en desarrollo muestra que:

- Los mercados de capitales son menos competitivos en los países en desarrollo.<sup>66</sup>
- Los costos de intermediación financiera son altos.
- Existe un alto porcentaje de no-pago en la cartera de los bancos.
- Los mercados de capitales se centran en la función de transferencia de recursos descuidando el cumplimiento de las otras funciones del mercado;
- Los mecanismos para el manejo de riesgo son pobres. Los mercados de opciones y futuros no existen o se encuentran muy poco desarrollados.

---

<sup>66</sup> Datos suministrados por Fry (1995) muestran que el grado de concentración en el sector bancario en los países desarrollo es mayor a los índices existentes en Europa a principios de siglo.

- Existe una lata participación de las familias y el gobierno en el cumplimiento de las funciones del mercado de capitales.
- El volumen y calidad de la información en el mercado es baja.
- La oferta de recursos de largo plazo es escasa.
- A pesar de que la regulación de las instituciones financieras es bastante detallada en ambos grupos de países, ésta se cumple de manera mucho más estricta en los países desarrollados;
- La desintermediación en países desarrollados implica por lo general una sustitución de instrumentos intermediados por instrumentos financieros de mercado, mientras que en los países en desarrollo ésta sustitución se da por activos tangibles, como la finca raíz.<sup>67</sup>
- La competencia entre intermediarios y mercados es poca.
- El ritmo de innovación financiera es bajo y el rango para la introducción de nuevos productos financieros es limitado.
- Existe una demanda por productos financieros poco sofisticada y educada. La mayoría de productos financieros compiten exclusivamente en términos de rentabilidad. La percepción de riesgo es limitada.
- En los países en desarrollo la creación de grupos económicos con la participación de entidades financieras y no-financieras, se ha dado fundamentalmente para evitar regulaciones y restricciones, más que para eliminar problemas y costos relacionados con el control y el monitoreo de las inversiones.

Por ello, a pesar de que no existe acuerdo acerca de la secuencialidad óptima del proceso de desarrollo del mercado de capitales, no debe olvidarse que éste resulta de una compleja interacción de diversos factores: i) Los incentivos y comportamiento de las instituciones del mercado; ii) la tecnología financiera; iii) la demanda; iv) la regulación; y v) el ambiente macroeconómico.

No se puede asociar el desarrollo del mercado de capitales con los procesos de liberalización financiera. Tal como muestran los casos de Corea , Taiwan, Chile y otros países latinoamericanos, el desarrollo del mercado de capitales requiere más que la remoción de los impuestos discriminatorios y distorsiones de las tasas de interés o el ajuste de las políticas y leyes que afectan el mercado. Por lo menos, dos prerequisites adicionales son indispensables para sentar las bases de un desarrollo sostenido del mercado de capitales: i) la estabilidad macroeconómica; y ii) un adecuado sistema regulatorio, contable y de control. De otra parte, reformas institucionales son urgentes para mejorar la eficiencia de las instituciones del mercado. El entrenamiento de recursos humanos capacitados es uno de los requisitos más importantes. La introducción de nuevas teconologías puede ser un importante mecanismo para aumentar la eficiencia.

---

<sup>67</sup> Esto implica que las tasas de ahorro se ven afectadas en los países en desarrollo por los controles sobre las tasas de interés, mientras en los países desarrollados no existe este efecto.

**Cuadro 5**  
**Desarrollo de los Mercados Bursátiles**  
*Países en Desarrollo Seleccionados*

	1980	1985	1990
<b><u>India</u></b>			
Capitalización Mercado (%PIB)	4.39	6.78	13.23
# Cías Listadas en Bolsa	2265	4344	6430
Volúmen Transado (% PIB)	1.6	2.34	7.52
<b><u>Corea</u></b>			
Capitalización Mercado (%PIB)	6.13	7.94	45.87
# Cías Listadas en Bolsa	352	342	669
Volúmen Transado (% PIB)	2.99	4.48	31.5
<b><u>Malasia</u></b>			
Capitalización Mercado (%PIB)	50.62	51.96	114.67
# Cías Listadas en Bolsa	182	222	282
Volúmen Transado (% PIB)	10.5	7.48	25.64
<b><u>Tailandia</u></b>			
Capitalización Mercado (%PIB)	3.75	4.97	29.73
# Cías Listadas en Bolsa	77	100	214
Volúmen Transado (% PIB)	0.96	1.52	28.48
<b><u>Pakistan</u></b>			
Capitalización Mercado (%PIB)	2.71	4.62	7.11
# Cías Listadas en Bolsa	314	362	487
Volúmen Transado (% PIB)	na	0.8	0.58
<b><u>Jordania</u></b>			
Capitalización Mercado (%PIB)	48.59	51.02	51.01
# Cías Listadas en Bolsa	71	104	105
Volúmen Transado (% PIB)	4.21	3.39	10.37
<b><u>Turquía</u></b>			
Capitalización Mercado (%PIB)	0.84	na	17.32
# Cías Listadas en Bolsa	na	na	110
Volúmen Transado (% PIB)	na	na	5.31
<b><u>México</u></b>			
Capitalización Mercado (%PIB)	6.67	2.15	13.76
# Cías Listadas en Bolsa	259	157	199
Volúmen Transado (% PIB)	1.67	1.33	5.14
<b><u>Brasil</u></b>			
Capitalización Mercado (%PIB)	3.82	19.18	3.33
# Cías Listadas en Bolsa	426	541	581
Volúmen Transado (% PIB)	2.22	9.64	1.14
<b><u>Zimbabwe</u></b>			
Capitalización Mercado (%PIB)	27.19	8.28	39.46
# Cías Listadas en Bolsa	62	55	57
Volúmen Transado (% PIB)	2.88	na	na

*Fuente: IFC, Emerging Stock Market Handbook, 1990, 1993*

Sin embargo, a pesar de todo lo rápido que se logre adelantar los procesos anteriores, el principal cuello de botella en los países en desarrollo es el tamaño de la demanda y su grado de sofisticación. La experiencia internacional muestra que la principal fuerza que lidera el desarrollo de los mercados de capitales es la demanda. Sin embargo, este es un proceso lento en el cual se requiere paciencia para avanzar en la curva de aprendizaje del mercado. El desarrollo del mercado sigue una secuencia lógica de construcción de mercados, introducción de productos e instrucción de la demanda. Tal como demuestran Gurley y Shaw (1960), los mercados financieros no se desarrollan de lo noche a la mañana, sino que esto toma tiempo y pasan por etapas en donde se empieza con instrumentos sencillos cuyos beneficios son fácilmente entendidos<sup>68</sup>.

Ante el limitado tamaño de la demanda financiera en muchos países en desarrollo la promoción de los mercados financieros y sus productos no se puede dar de manera discriminada, sino seleccionando aquellos productos que ofrecen valor agregado. Tal como afirma Fry (1995) "La formación de capital puede ser estimulada incrementando el número de instrumentos y mercados financieros, a través de los cuales los recursos domésticos pueden ser movilizados; sin embargo, muchos países en desarrollo poseen un rango de maniobra limitado. A pesar que una mayor variedad de instrumentos financieros seguramente incentivaría el ahorro financiero y, bajo condiciones económicas propicias, mayor inversión, una deliberada proliferación de instrumentos puede rápidamente llevar al punto de cero retornos marginales. La elasticidad de sustitución entre instrumentos financieros alternativos es normalmente alta. En la búsqueda de nuevos instrumentos, por lo tanto, un criterio de selección debe ser el grado hasta el cual estos nuevos instrumentos son malos sustitutos de los productos existentes. Esto también indicará, hasta cierto punto, los efectos de esas innovaciones en la demanda real agregada por activos financieros. Por esta razón, la política óptima de desarrollo financiero puede significar sólo una innovación modesta de instrumentos financieros."

Hay muchos casos de desarrollos exitosos de determinados instrumentos financieros. Sin embargo, los esfuerzos deliberados de desarrollar los mercados de capitales muy rara vez han logrado su cometido. Muchos de los mercados de los países en desarrollo son bastante estrechos. Los mercados de valores gubernamentales parece estar más desarrollado, pero sus ventas son a compradores cautivos. Por ello, en estos mercados cualquier programa de desarrollo financiero debe empezar con el desarrollo de mercados más simples<sup>69</sup>. Los países en desarrollo tienen mucho que aprender de aquellas experiencias en que los productos financieros han surgido de manera espontánea<sup>70</sup>.

---

<sup>68</sup> En una primera etapa no existe ningún activo financiero diferente a el dinero respaldado por deuda pública, lo cual restringe el ahorro, la acumulación de capital y la eficiente transferencia entre el ahorro y la inversión. En una segunda etapa, aparecen obligaciones financieras directas (bonos y acciones) e indirectas (pasivos instituciones financieras y dinero respaldado por deudas privadas). La tercera etapa involucra la proliferación de productos financieros ofrecidos por instituciones financieras y no financieras. Los prestamistas y prestatarios encuentran las ventajas de la especialización y la diversificación. Los agentes del mercado crean alternativas a préstamos cara a cara, aumentando la oferta de fondos prestables.

<sup>69</sup> Esta es una de las recomendaciones de Robbins (1980) para desarrollar el mercado financiero en Bangladesh.

<sup>70</sup> Fry cita los casos del mercado de cheques postfechados en Taiwan, Títulos de Tesorería en Filipinas y la "financiera" en México. En este último caso, se trata de un instrumento de largo plazo que ofrece rendimientos competitivos. Para asegurar su liquidez el título tiene una opción de vender de revender el título en cualquier momento al emisor a un precio mínimo de mercado.

Los mercados no se desarrollan por regulaciones o empujones, lo cual no quiere decir que el gobierno no tenga importantes responsabilidades en los mismos. Sin lugar a dudas se requieren de regulaciones, estabilidad macroeconómica, mercados paralelos, instituciones de control y supervisión. Pero esto no es lo que desarrolla los mercados. Estos sólo aparecen cuando existen oferentes que ofrecen servicios o productos que la gente está dispuesta a comprar.

### **1.** *El papel del Estado y las familias en el mercado de capitales*

Los gobiernos y las familias desempeñan vitales funciones del mercado de capitales, ante la inhabilidad de los mercados privados para crear instituciones e instrumentos adecuados que las cumplan o por tener ventajas comparativas en su realización.<sup>71</sup> La familia es una institución que resuelve eficientemente problemas de incentivos e información asimétrica entre sus miembros y provee mecanismos eficientes para financiar rubros como los de educación, vivienda, salud y vejez. El gobierno, por su parte, juega un rol vital en el financiamiento de muchas actividades económicas y en la provisión de mecanismos de aseguramiento y asunción de riesgos. Tales son los casos de seguros de préstamos agropecuarios, tasas subsidiadas para préstamos a sectores con problemas de racionamiento de crédito y seguros de depósitos en instituciones financieras. Asimismo, el gobierno provee la infraestructura básica para la operación de los sistemas financieros, tales como redes de transacciones, regulaciones e instituciones de supervisión y control.

De manera general, se puede decir que el Estado cumple importantes funciones en completar el mercado de capitales y asegurar su eficiencia. Sus acciones se pueden clasificar dentro de cuatro categorías:

*a. Regular el mercado de capitales:* La ausencia de leyes de fraude, publicación de información, estándares contables y adecuados sistemas de supervisión y control ha sido uno de los principales obstáculos para el desarrollo de los mercados bursátiles en muchos países desarrollados<sup>72</sup>. A través de la regulación el gobierno asegura la correcta operatividad del mercado. Regulaciones referentes a información privilegiada, promoción de la competencia y en general todas las acciones para mantener y asegurar el “juego limpio” hacen parte de esta función. Una característica que determina la naturaleza de la regulación del mercado de capitales es el carácter del gobierno como asegurador implícito del sistema.<sup>73</sup> Por ello, el gobierno interviene en el mercado de capitales para reducir los costos esperados que asume al otorgar implícitamente este seguro. La regulación referente a niveles óptimos de capital es la manera más eficiente de lograrlo.

---

<sup>71</sup> Esta incapacidad se puede deber a diversas razones: la falta de espíritu empresarial y creatividad; la ausencia de voluntad para asumir determinados riesgos; la existencia de bajos retornos privados comparados con los retornos sociales; o la existencia de altos costos de información que lleven a que ciertos mercados no existan o dejen de existir.

<sup>72</sup> Ver Greenwald y Stiglitz (1992).

<sup>73</sup> Stiglitz (1993) resalta esta característica: la incapacidad del gobierno de no intervenir en el sistema financiero para salvarlo en momentos de crisis, lo convierte en un asegurador residual del mismo.



*b. Completar el mercado de capitales:* Los gobiernos, en países desarrollados y en vías de desarrollo, crean instituciones e instrumentos que llenen los vacíos que dejan la ausencia de instituciones o mercados privados que financien ciertos sectores, cubran determinados riesgos, provean información completa y adecuada, transformen plazos, solucionen problemas de información asimétrica y aglomeren recursos. Los ejemplos son innumerables: la creación del Banco Industrial y el Banco de Desarrollo en Japón; la creación de la Asociación Federal Nacional Hipotecaria (Fannie Mae) en los EE.UU. para facilitar la titularización de hipotecas; la creación de Bancoldex o el IFI en el caso colombiano; el otorgamiento de garantías de préstamos agropecuarios o hipotecarios en diversos países; los seguros de depósito bancario y el desarrollo de un eficiente mercado de bonos gubernamentales, que provea una curva de rendimientos para los diferentes plazos para sentar las bases del desarrollo de un mercado de bonos privado.<sup>74</sup>

*c. Promover el desarrollo del mercado de capitales:* Los gobiernos pueden tomar importantes acciones, como las nombradas anteriormente, para promover el crecimiento y desarrollo del mercado.

*d. Mantener la estabilidad macroeconómica:* La estabilidad de los precios, la disciplina fiscal y la credibilidad de las políticas son elementos esenciales para el desarrollo del mercado de capitales. Esta es una explicación del éxito de los países asiáticos y el fracaso de los países latinoamericanos en el desarrollo del mercados bursátiles. Altos y variables niveles de inflación destruyen los mercados de capitales, concentran los instrumentos en el corto plazo y previenen el desarrollo del mercado.

No obstante, si bien nadie cuestiona la necesidad de la participación del gobierno en los mercados de capitales, el éxito de la política gubernamental depende de forma importante en reconocer los límites en lo que el gobierno puede hacer para mejorar la eficiencia y en reconocer cuando la inacción es la mejor alternativa. Las acciones del gobierno pueden o mitigar o agravar las imperfecciones y problemas de los mercados de capitales. Por ello, se deben tener claras las ventajas y desventajas que tienen los gobiernos frente a los agentes privados en el cumplimiento de las funciones del mercado de capitales. La literatura sobre el tema es extensa y aquí no se busca realizar una revisión exhaustiva de la misma, aunque vale la pena enunciar los principales elementos enunciados. Estos son:

- i. Los gobiernos pueden ofrecer mecanismos para enfrentar problemas de externalidades y provisión de bienes públicos, tales como la información y el monitoreo de las instituciones financieras, por tener una diferente función objetivo que los agentes privados. Ante la ausencia de gobiernos, los mercados de capitales privados no proveerían en forma adecuada estos bienes.
- ii. Los gobiernos tienen posiciones ventajosas para superar los problemas de selección adversa y riesgo moral que existen en los mercados de seguros. Estas ventajas son:

---

<sup>74</sup> La información que provee este mercado contribuye a eliminar los problemas de determinar la tasa de interés adecuada para la maduración de la deuda y que tipo de ajuste se debe hacer en la tasa de interés para reflejar el riesgo de no pago.

- Los gobiernos pueden obligar a participar en sus programas de seguro.
  - El gobierno tiene mayores poderes directos e indirectos (impuestos, subsidios, etc.) para obligar o incentivar una mayor divulgación de información en el mercado.
  - Los gobiernos tienen mayores poderes para obligar el repago de obligaciones y mejor información para estructurar programas de repago contingentes.
- iii. Los mercados privados no son confiables para manejar los riesgos asociados a las fluctuaciones macroeconómicas y de mercado.

De todas formas existen desventajas en el cumplimiento de estas funciones que deben ser balanceadas contra sus ventajas:

- i. Los gobiernos tienen problemas para tasar riesgos por problemas de información y de intereses políticos.
- ii. El mercado le es difícil observar la forma como el gobierno tasa los riesgos y, por lo tanto, crea un espacio para el otorgamiento de subsidios escondidos.
- iii. El mismo gobierno enfrenta e introduce problemas de principal y agente que pueden ser superiores a los que busca solucionar.
- iv. El gobierno introduce nuevos riesgos en el mercado, tales como la inestabilidad de sus normas o del manejo macroeconómico.

#### **IV. INSTRUMENTOS E INNOVACIÓN FINANCIERA**

La perspectiva funcional no sólo es útil para entender y evaluar diferentes estructuras institucionales en un momento del tiempo, sino para comprender su evolución intertemporal. Como se había hecho referencia, desde esta perspectiva las formas institucionales siguen las funciones, lo que convierte la innovación financiera en el motor que comanda los mercados de capitales en su trayecto hacia una mayor eficiencia económica.

El acelerado ritmo de innovación financiera en los mercados de capitales internacionales y algunos mercados domésticos de algunos países industrializados es uno de los hechos que más han caracterizado su desarrollo<sup>75</sup>. A instrumentos tradicionales como los bonos, las acciones o las cuentas corrientes bancarias se han sumado la titularización de activos, las opciones, los futuros, los swaps, los sintéticos, y los fondos mutuos, entre otros. Nuevos productos han sido creados no sólo para financiar proyectos, sino para manejar sus riesgos y enfrentar problemas de información e incentivos.

---

<sup>75</sup> Sin embargo, el ritmo de innovación que han experimentado los mercados financieros internacionales no ha sido homogéneo y se ha concentrado considerablemente en los mercados financieros de los países desarrollados, aunque con grandes divergencias entre países. Los EE.UU. fundamentalmente y el Reino Unido, en menor medida, seguidos por Japón y Francia han visto un viraje importante en sus sistemas financieros hacia una mayor dependencia de los instrumentos de mercado. Por su desarrollo y tamaño, los mercados financieros de los EE.UU. han sido el laboratorio y antesala para la introducción de muchos productos financieros. El mercado de eurodólares, así como ciertos centros financieros internacionales como Londres o Tokio, han sido también importantes protagonistas de la introducción de nuevos productos financieros internacionales.

Las innovaciones financieras que se han dado en los mercados internacionales son demasiadas para ser enumeradas taxativamente. Sin embargo, en los cuadros 6 y 7 se hace un intento de listar los principales instrumentos, tradicionales y nuevos, que se observan en los mercados internacionales.<sup>76</sup>

**Cuadro 6**  
**Instrumentos Financieros Tradicionales<sup>77</sup>**

Emisores	Instrumento	Características
Empresas	Acciones	Los accionistas son los propietarios de la empresa y son responsables de dirigirla
	Bonos	Obligación de largo plazo de un acreedor que se compromete a una serie de pagos fijos.
	Convertibles	Un bono que puede ser convertido por capital accionario en condiciones predeterminadas (o viceversa).
	Acciones Preferenciales	Un título que combina las características de los bonos y las acciones
	Papeles Comerciales	Un título de deuda de corto plazo, emitido por empresas y puede negociarse fácilmente en el mercado.
	Warrants	Una opción de largo plazo de comprar acciones de una empresa. A diferencia de una opción común implica dilución.
	Bancos	Depósitos
Aceptaciones		Una promesa escrita de pagar una suma determinada a una fecha preestablecida
Bolsas	Futuros	Contratos para la entrega futura de un producto.
	Productos	
Gobiernos	Bonos	Obligaciones de largo plazo
	Notas	Obligación de mediano plazo.
	"Bills"	Obligación de corto plazo.

De manera general, se puede decir que las innovaciones financieras se dan por diferentes motivos y agentes innovadores. De acuerdo al tipo de innovador tenemos las bolsas, las empresas, los gobiernos, el gobierno y los bancos y otros intermediarios financieros. De acuerdo a los motivos de innovación estos pueden ser muchos, aunque sólo resultan relevantes aquellos instrumento cumplen de manera más eficiente las funciones del mercado. Dentro de los principales motivos se encuentran<sup>78</sup>:

- Reducir costos de transacción
- Manejar el riesgo financiero

<sup>76</sup> Sin embargo, muchos de estos instrumentos que pueden ser considerados tradicionales en los mercados de países desarrollados, son apenas instrumentos nuevos o que incluso no han sido introducidos en mercados de países como Colombia donde los instrumentos financieros tradicionales se circunscriben a bonos, acciones, depósitos y aceptaciones bancarias y bonos gubernamentales de corto plazo.

<sup>77</sup> Las últimas dos décadas han estado marcadas por un ritmo de innovación sin precedentes en la manera como los sistemas financieros desempeñan las funciones financieras. Sin embargo, la innovación financiera no es un fenómeno reciente. La innovación financiera ha venido ocurriendo por varios miles de años. Existe evidencia que los préstamos fueron usados en muchas civilizaciones tempranas. Los depósitos y las aceptaciones bancarias existían en la antigua Grecia. Las acciones y los bonos fueron desarrollados durante el siglo XVI, lo mismo que instrumentos aparentemente nuevos como los títulos convertibles y las acciones preferenciales. Opciones y futuros eran usados en Amsterdam en el siglo XVII. En el siglo XVIII después de la guerra civil norteamericana se desarrollaron papeles comerciales y a principios del siglo 20 empezaron a aparecer 'warrants'. Para 1930 lo que se podría denominar los instrumentos financieros tradicionales ya habían sido desarrollados

<sup>78</sup> Para un mayor análisis ver Allen y Gale (1994).

- Aumentar la liquidez del sistema
- Reducir costos de agencia
- Evitar o darle la vuelta a regulaciones estatales e impuestos.
- Proveer información al mercado o solucionar problemas de asimetrías de información
- Completar los mercados
- Cambiar el precio de activos

Los ejemplos de como los nuevos productos financieros mejoran la manera como los mercados de capitales desempeñan sus funciones y se dan los procesos de transformación institucional son diversos. Por citar un ejemplo, la titularización de activos ha generado una nueva alternativa de financiamiento para las empresas, que soluciona muchos problemas de información entre emisores e inversionistas y permite una mejor manera de compartir riesgos y garantizar el repago de los recursos invertidos. Esto ha desplazado a los intermediarios en el desempeño de la función de financiación en ciertos sectores. Sin embargo, al mismo tiempo se ha dado un fortalecimiento de los intermediarios en cumplimiento de otras funciones en las cuales mantienen ventajas comparativas. Por ejemplo, esto ha permitido a los bancos concentrarse en las funciones de evaluación y otorgamiento de crédito sin tener que preocuparse por la captación de depósitos. Al mismo tiempo, nuevos intermediarios como las sociedades titularizadoras han surgido como instituciones que jugarán un papel central en el mercado. De la misma manera, el desarrollo de la titularización ha generado las condiciones para el florecimiento de los fondos mutuos de inversión como mecanismos eficientes de aglomeración de recursos, subdivisión de participaciones y diversificación de riesgos.

Otro ejemplo es la creación de productos derivados que ha llevado a un manejo especializado de los riesgos de una empresa, diferente al de la utilización del capital accionario como “colchón” general de cobertura. Al mismo tiempo, estos productos se han convertido en instrumentos para reducir los costos y riesgos de las transacciones del mercado de capitales. Tal como afirma Perold (1995), los productos derivados sustituyen maneras tradicionales de realizar transacciones en el mercado, sustituyendo instrumentos que implican movilización de efectivo y reduciendo los costos y riesgos de transacción. También productos como las opciones han ayudado a completar la información del mercado al suministrar información acerca de las volatilidades implícitas en sus precios. Todo esto ha permitido una mejor asignación y distribución de riesgos y la reorganización del sistema de intermediarios financieros hacia el ofrecimiento de servicios especializados de manejo de riesgo.

Estos hechos muestran que el desarrollo de los mercados de capitales es un proceso mucho más complejo que el simple desplazamiento de intermediarios por instrumentos de mercado, tal como el fenómeno de desintermediación financiera parecería sugerir y el modelo neoclásico esperaría. Tal como muestran Merton y Bodie (1995), existe un *espiral innovador* entre mercados e intermediarios, según el cual los mercados e intermediarios compiten de manera estática, pero se complementan de manera dinámica. Los mercados financieros tienden a ser sustitutos eficientes cuando: i) los productos

tienen términos estandarizados; ii) pueden servir a un número importante de clientes; y iii) son lo suficientemente entendidos por los comisionistas para sentirse cómodos valorándolos. Los intermediarios financieros tienen ventajas comparativas para; i) productos con bajo volumen de transacciones; y ii) “hechos a la medida” del cliente.

Por ello, a medida que productos con bajos volúmenes de transacción y hechos a la medida del cliente empiezan a ser estandarizados, conocidos y entendidos por los comisionistas y el público y su volumen de transacción aumenta, los mercados tienden a desarrollar instrumentos que sustituyen a los intermediarios. Sin embargo, esto complementa más que elimina los intermediarios, ya que la creación de estos nuevos productos les permite moverse hacia arriba en la cadena de agregación financiera y ofrecer productos más sofisticados a la medida de sus clientes, que posteriormente podrán ser estandarizados y ofrecidos y comprados en los mercados de manera ágil y sin mayores costos. El éxito de estos nuevos mercados y productos intermediados incentiva los esfuerzos en crear nuevos mercados y productos, generando un espiral hacia el caso teórico de cero-costos de transacción y mercados financieros dinámicamente completos.

Esto resalta nuevamente la complementariedad entre los sistemas intermediados y no intermediados en el desarrollo de los mercados de capitales y la necesidad de su desarrollo conjunto. El desarrollo de productos financieros sofisticados requiere de laboratorios e instituciones que experimenten con productos financieros, antes de comercializar abiertamente su utilización. También requiere de insumos básicos que sean ofrecidos en el mercado a bajos costos y riesgos. Los sistemas no-intermediados o estandarizados constituyen un componente fundamental para que los intermediarios se muevan en la cadena de agregación financiera, de manera similar al modelo de cadenas y complementariedades planteado por Hirshman (1959) para explicar el desarrollo económico. De la misma manera como se concibe el desarrollo de un país en términos de la producción de bienes y servicios con un mayor valor agregado, se puede plantear la misma analogía para el desarrollo de los mercados de capitales. Un país no puede llegar a producir computadores personales sin una industria de componentes electrónicos y ésta no puede existir si no se desarrolla la producción de silicio.

Lógicamente, esto genera una pregunta adicional. Todos sabemos que un país no tiene por que producir todos los insumos que necesita, ya que los puede adquirir en los mercados internacionales. Si esto es así, podemos plantear la misma analogía en el caso de muchos países que como Colombia no han desarrollado sus mercados bursátiles y de bonos? Puede un país escoger no desarrollar determinados mercados y concentrar sus esfuerzos para integrarse a los mercados de capitales internacionales y así obtener el suministro de servicios y productos financieros que le permitan moverse hacia arriba en la cadena de agregación financiera.

No existe una respuesta en la literatura internacional a esta pregunta. Merton (1995) cree que esta es la alternativa que deben seguir muchos países en desarrollo. Sin embargo, por el momento, tal como afirma Frankel (1994) la integración de los mercados de capitales internacionales está lejos de ser perfecta. La evidencia muestra importantes

niveles de ineficiencia en el mercado, mal manejo de la información y sesgos marcados de los inversionistas hacia los mercados domésticos. De otra parte, un importante número de estos productos servicios y productos pueden denominarse como no transables, tales como contratos de futuro peso-dólar. De todas formas, este es un tema que no debe pasarse por alto y los países en desarrollo deben dedicar esfuerzos a darle una respuesta.

**Cuadro 7**  
**Innovaciones Financieras Recientes<sup>79</sup>**

Emisor Principal	Instrumento	Características
Empresas	Deuda a tasas flotantes	La tasa de interés sobre la deuda está basada en el LIBOR o la tasa de los T-Bill.
	Preferenciales a tasa flotante	Un sustituto de los fondos del mercado monetario que captura deducciones sobre los dividendos recibidos
	Cero-cupones	Bonos en los que sólo hay un pago a la fecha de vencimiento.
	Primes and scores	Las acciones son divididas en un componente prime que reciben los dividendos y las ganancias de capital hasta un precio predeterminado, y un componente score que recibe las ganancias de capital por encima de este precio.
	Sintéticos	Títulos que permiten combinaciones de activos que se pueden obtener a bajos costos de transacción.
	Píldoras venenosas	Títulos que hacen las tomas de control corporativo más difíciles al otorgar a sus derecho-habientes derechos especiales si hay una oferta de adquisición.
Bancos	Swaps	Transacciones en que diferentes flujos de ingresos son intercambiados.
Bolsas	Futuros Financieros	Contratos para la entrega futura de divisas, valores, o una suma de dinero basada en índice financiero.
	Opciones	El derecho de vender o comprar un valor en o antes de una fecha determinada.
Gobiernos	Títulos respaldados activos	Grupos de activos (créditos, bienes, flujos de ingreso, etc.) que son en titularizados y negociados en las bolsas de valores.
	Títulos ligados a índices	Bonos u otro títulos que su pago está ligado a un índice.

Por último, debe anotarse que, tal como afirma Stiglitz (1994), no todas las innovaciones financieras son relevantes desde un enfoque agregado del mercado de capitales. Muchas de las innovaciones financieras contribuyen muy poco a la eficiencia económica o, incluso, disminuyen el bienestar económico. Este es el caso de innovaciones financieras que reducen los costos o aumentan la rapidez como se registran transacciones que no tiene valor agregado para una economía. Por ejemplo, no agrega ningún valor, desde el punto de vista macroeconómico, tener un sistema más eficiente de pagos en un casino<sup>80</sup>. Por ello, hay que tener en cuenta que existen muchos motivos para la innovación

<sup>79</sup> Se consideran innovaciones recientes aquellas desarrolladas en las dos últimas décadas. Durante las tres décadas siguientes el ritmo de innovación financiera se vio seriamente reducido y sólo hasta la década del sesenta se empezó a dar un nuevo período de innovación, iniciado con la creación del mercado de Eurobonos en 1963. La década del setenta fue particularmente activa en la introducción de nuevos instrumentos financieros.

<sup>80</sup> Ver Summers y Summers (1989).

financiera. Los motivos para innovar pueden ser muchos, pero sólo resultan relevantes aquellas innovaciones que logran desempeñar de manera más eficiente las funciones financieras<sup>81</sup>.

## V. EL MERCADO DE CAPITALES COLOMBIANO

La radiografía del mercado de capitales colombiano no es muy diferente a la presentada para los países en desarrollo. En el caso colombiano, hasta la década del noventa, se desarrolló un sistema financiero de intermediarios especializados, concentrado fundamentalmente en funciones del mercado monetario, con restricciones sobre la inversión extranjera, falta de competencia, importantes barreras de entrada y sobre regulación. Durante mucho tiempo las principales funciones del mercado de capitales fueron desempeñadas por el gobierno y las familias y la única fuente de recursos de largo plazo eran los créditos subsidiados del Banco Central. Después de la crisis financiera del año 1982, que resultó en la nacionalización de muchos bancos, el gobierno terminó en 1990 siendo el controlador de casi el 50% de los activos del sistema financiero.

El mercado bursátil ha tenido una dinámica muy pobre, con muy bajos niveles de capitalización, información y eficiencia, debidos a distorsiones introducidas por la estructura tributaria, la existencia de créditos subsidiados, el miedo a perder el control de las empresas y a convertir en pública la información de las empresas. El mercado hasta mediados de la década del ochenta estuvo dominado por títulos emitidos por el gobierno central (88% de los títulos transados en bolsa entre 1980-85).

Importantes reformas se introdujeron en los últimos años para eliminar estas distorsiones e incentivar el desarrollo del mercado de capitales por agentes privados. Entre otras reformas, se introdujo un esquema de multibanca en el sistema financiero, se crearon nuevos inversionistas institucionales de largo plazo como los Fondos de Pensiones y Cesantías, se dieron cambios en el régimen de inversión extranjera y endeudamiento externo, se eliminaron distorsiones tributarias, se crearon incentivos para el desarrollo del mercado y se autorizó la creación de instrumentos como los derivados o los títulos emitidos bajo procesos de titularización de activos.

Las reformas tuvieron efectos positivos como el aumento del grado de profundización financiera<sup>82</sup> o el aumento del volumen de transacciones del mercado<sup>83</sup>, sin embargo, subsisten importantes problemas para el desarrollo del mercado.

- El nivel de apalancamiento en el financiamiento de las empresas es todavía muy alto, ya que las compañías continúan favoreciendo los instrumentos de deuda sobre los de capital en el financiamiento de sus empresas<sup>84</sup>.

<sup>81</sup> Los motivos que llevan a innovar pueden ser diferentes a los que mantienen la innovación en el mercado.

<sup>82</sup> La participación de los activos financieros sobre el PIB aumentó de un 48% en 1991 a 65% en 1994; el portafolio de préstamos creció de 28% del PIB a 40%; y los depósitos y pasivos del sistema financiero aumentó de un 27% a un 38% del PIB. (Corfivalle, 1995).

<sup>83</sup> Entre 1990 y 1994 el volumen de transacciones aumentó de 5.7% del PIB a 34.3%.

<sup>84</sup> No existen datos recientes de los niveles de apalancamiento, pero parece que las tendencias parecen mantenerse. Según Tenjo (1995), las empresas se financian en un 66% con deuda.

- La disponibilidad de recursos para financiar inversiones de largo plazo es muy limitado. La mayoría de títulos transados en el mercado bursátil son títulos del mercado monetario y no del mercado de capitales.
- Los altos niveles de tasas de interés y la incertidumbre generada por la inestabilidad de las normas que regulan el mercado afectan el nivel de actividad y los plazos a los cuales los inversionistas están dispuestos a invertir sus ahorros.
- El número de compañías listadas en bolsa es uno de los más pequeños de los mercados emergentes.
- A pesar de que existe un incremento notable de los niveles de capitalización del mercado bursátil sus niveles son todavía muy modestos en términos internacionales. Además, existe una alta concentración de la capitalización del mercado en ciertos sectores e inversionistas.
- La liquidez del mercado bursátil es una de las más bajas entre países emergentes.
- La utilización de instrumentos diferentes a los tradicionales, bonos y acciones, es todavía muy bajo.
- Salvo la existencia de algunos instrumentos informales que cumplen algunas funciones en el manejo de riesgo, tales como los carruseles, las operaciones a plazos, y algunas operaciones marginales con swaps y forwards de tasa de cambio, no existen mercados o instrumentos formales para el cubrimiento, distribución y asignación de riesgos.
- El poco desarrollo del mercado no permite una eficiente diversificación de riesgos.
- La casi total dependencia del mercado de capitales en estructuras intermediadas y el poco desarrollo de los mercados bursátiles han determinado un ritmo menor de innovación en los mercados financieros.

## VI. CONCLUSIONES

Una primera conclusión de este trabajo es que los mercados de capitales no pueden ser seguidos desde una perspectiva institucional. Los desarrollos recientes requieren de un enfoque funcional que permita entender los procesos de innovación e internacionalización financiera, incorporarlos y fomentar su desarrollo. Las implicaciones de la utilización de un enfoque funcional son diversas.

En primer lugar, para desarrollar los mercados de capitales se requiere reconocer que este no es exclusivamente un mercado de recursos, sino un mercado de riesgos, información y derechos de control. En un mercado de capitales limitado a las funciones de financiamiento no existen razones sólidas para el desarrollo del mercado bursátil si se juzga su importancia por la magnitud de los recursos de capital que moviliza. Tampoco existen argumentos de peso para desarrollar el mercado de productos derivados como las opciones y los swaps, si se tiene en cuenta que estos instrumentos no implican una movilización real de recursos. Por ello, para entender la importancia del mercado de capitales y sus diversos componentes se debe partir del hecho que éste no sólo transfiere recursos, sino riesgos, controles e información que resultan fundamentales para el proceso de inversión. Si bien el desarrollo del mercado bursátil y otros sistemas no-intermediados no son la panacea para la solución de los problemas de financiamiento de



Colombia, estos mercados cumplen importantes funciones en reducir los costos de intermediación, en aumentar la competencia del sistema, en la provisión de mecanismos de manejo de riesgo, el suministro de información relevante al mercado y en la solución de problemas de incentivos.

En segundo lugar, una evaluación funcional de modelos alternativos de mercados de capitales muestra que no existe ningún esquema óptimo del mercado de capitales. Los sistemas basados en intermediarios y los basados en mecanismos no-intermediados tienen ambas ventajas y problemas que deben ser balanceados en el momento de tomar decisiones, para adecuarlos a la realidad colombiana. A excepción de incompatibilidades en el desempeño de las funciones de manejo transversal de riesgo e intertemporal, el fomento de mecanismos bancarios y no bancarios parece ser la mejor alternativa.

En tercer lugar, una comparación de los mercados de capitales en los países desarrollados y en desarrollo muestra que los segundos están lejos de repetir la historia de los primeros. La alta participación estatal en su diseño y desarrollo ha llevado a que estos mercados experimenten un patrón de comportamiento diferente. La dependencia en el gobierno como único motor del mercado ha llevado a un desarrollo muy estrecho de los mercados de capitales con una concentración en la transferencia de recursos y poca sensibilidad por el manejo de los riesgos y problemas de información asociados con el proceso ahorro-inversión. Esto ha atrofiado la demanda por productos financieros y los mecanismos de innovación los cuales constituyen los únicos motores que pueden generar un verdadero desarrollo funcional del mercado.

Esto no quiere decir que el gobierno no deba participar en el desarrollo del mercado. Por el contrario, este tiene funciones vitales en la provisión de la infraestructura básica del mercado, en la eliminación de incentivos, en el aseguramiento de ciertos riesgos y en la garantía de la estabilidad macroeconómica. Sin embargo, si bien el gobierno puede favorecer la utilización de un instrumento financiero sobre otro, como en el caso de la utilización de deuda y capital, este no constituye el mecanismo más efectivo de generar un espiral innovador en los mercados de capitales, ni de enseñar a los mercados lo que es el riesgo.

Ahora que Colombia se pregunta cómo desarrollar el mercado de capitales una cosa debe quedar muy clara. No existe posibilidad de “cuadrangulares” en el desarrollo del mercado de capitales. El proceso de desarrollo implica trabajar en muchos campos y con paciencia. Entre otros, se puede nombrar el desarrollo de mercados secundarios, la introducción de adecuados sistemas contables, la innovación financiera, la estabilidad regulatoria y macroeconómica, la eliminación de distorsiones, completar los mercados, construir sistemas de información confiables y mejorar las tecnologías de pagos. Los actores que deben participar en este proceso son igualmente diversos. El gobierno ha realizado importantes esfuerzos para eliminar distorsiones e introducir incentivos y todavía tiene mucho que aportar en la consolidación de una estructura de soporte del mercado, tales como un fuerte mercado de bonos gubernamentales y adecuadas

estructuras de regulación y control. Pero ahora debe dejarse al mercado empezar a aprender para que quiere y le sirve un mercado de capitales.

De todas formas, no debemos olvidar que la historia cuenta y que una larga historia de créditos subsidiados, de un Estado sobreprotector, de un favorecimiento prolongado de los instrumentos de deuda sobre los de capital hacen las opciones dependientes de los caminos ya escogidos. En Colombia el sistema de crédito de fomento y otras políticas gubernamentales le han dado demasiado énfasis al mercado de capitales bancario. El poco desarrollo de los mercados bursátiles y otras estructuras no intermediadas no ha sido gratuita. La estructura actual es una sobre la cual ya está montada Colombia hace varias décadas y esto genera una inercia considerable. La alta dependencia de los mercados bancarios ha generado toda una serie de relaciones y matrimonios que hoy es difícil romper. Los grupos financieros que existen hoy en día son una muestra de esto. ¿Que tan irreversible es este proceso? Nadie lo tiene claro. Sin embargo, si se quiere caminar por otros caminos se debe empezar ahora, ya que este es un proceso lento y complejo que requiere trabajar sobre las instituciones existentes, incorporar nuevos actores y coordinar esfuerzos.

En cuarto lugar, no debemos olvidar que en el desarrollo del mercado de capitales existe una cadena de agregación financiera, que si queremos caminar sobre ella tenemos que permitir un desarrollo más equilibrado entre mecanismos intermediados y no intermediados y una participación más amplia de diversos actores.

En quinto lugar, debemos repensar la manera como debemos regular los mercados. La existencia de un gran número de instrumentos financieros que desempeñan de diferente manera las funciones del mercado tiene importantes implicaciones para la regulación y el desarrollo del mercado. Por ejemplo, instrumentos aparentemente diferentes desde el punto de vista del emisor, como un seguro o una opción, son idénticos desde una perspectiva funcional, ya que ambos son instrumentos de manejo de riesgo. No reconocer esta similitud funcional puede llevar a discriminaciones regulatorias o desarrollos no deseados. De la misma manera, las estructuras contables existentes pueden no ser los mecanismos más efectivos para determinar la situación de una empresa. Si bien estos pueden ser señales precisas de la situación de la empresa en términos valorativos, no tiene en cuenta la situación de riesgo de la misma.

## APENDICE # 1: RESUMEN SISTEMA FINANCIERO ALEMAN

*Bancos Universales:* Están involucrados en un amplio rango de actividades que incluyen captación de depósitos, otorgamiento de créditos comerciales e hipotecarios, underwriting de títulos e inversión directa en títulos valores (incluyendo capital accionario).

*Bancos Comerciales:* Incluyen los tres principales bancos alemanes (Deutsche Bank, Dresdner Bank y Commerzbank), los bancos regionales, las sucursales de bancos extranjeros y los bancos privados.

*Sistema de Bancos de Ahorro:* Estas son entidades sin ánimo de lucro que son operadas en beneficio del interés público. Existen tres tipos de estas instituciones: los Bancos de Ahorro Locales, los Bancos de Ahorro Estatales y el Banco de Ahorro Central.

*Sistema de Bancos Cooperativos:* Los depositantes son los accionistas de los mismos. De la misma manera como ocurre con los bancos de ahorro existen tres niveles: local, estatal y central.

*Bancos Especializados:* Estos bancos ofrecen un rango más limitado de servicios que los bancos universales. Estos incluyen bancos especializados en otorgar préstamos hipotecarios, crédito agrícola, préstamos para la pequeña y mediana industria, entre otros.

*Mercados Bursátiles:* Existen siete bolsas regionales. La de Frankfurt es la más importante. Sólo 665 compañías se encontraban listadas en 1991. Estos mercados han sido tradicionalmente una fuente muy pequeña en la financiación de las empresas.

*Mercados de Bonos:* Es una fuente importante de financiación para el gobierno a todos sus niveles, sus entidades, los bancos y otros intermediarios financieros. Las empresas industriales emiten muy poca deuda por este concepto.

*Mercados de opciones y futuros:* Apenas inició sus operaciones en Enero de 1990. El volúmen de transacción es poco significativo.

*Esquemas Pensionales:* Las empresas realizan provisiones para sus empleados, a través de la inversión directa de los fondos en la empresa. Esta es una fuente importante de financiación para las empresas.

## APENDICE # 2: RESUMEN DEL SISTEMA FINANCIERO DE LOS EE.UU.

*Bancos Comerciales:* Proveen préstamos de corto plazo para las empresas, para la compra de vivienda, actividades agrícolas y créditos para otras entidades financieras.

*Compañías de Ahorro y Préstamo (S&L y Thrifts):* Tradicionalmente han proveído de préstamos hipotecarios y otro tipo de préstamos de consumo. Muchas tienen estructuras mutuales.

*Mercados Bursátiles:* Existen tres grandes bolsas: NYSE, AMEX y NASDAQ. El total de firmas inscritas fue de 6,409 en 1991. Han sido tradicionalmente una fuente significativa de fondos a través ofertas públicas primarias.

*Mercados de Bonos:* Esta es una importante fuente de fondos para los gobiernos locales, estatales y federal y para las empresas.

*Bolsa de Futuros y Opciones:* Fundada a principio de la década del setenta. Son muy líquidas y son bastante usadas.

*Esquemas Pensionales:* Las empresas tienen diversas opciones bajo el ERISA Act, el cual provee el marco para el esquema pensional. Los fondos son invertidos normalmente en los mercados de bonos y acciones.

## BIBLIOGRAFIA

Allen, Franklin & Gale, Douglas (1994). Financial Innovation and Risk Sharing, Cambridge, Massachussets: MIT Press.

Allen, F. & Gale, D. (1995). A Welfare Comparison of Intermediaries and Financial Markets in Germany and the US, Federal Reserve Bank of Philadelphia, Working Paper No. 95-3.

Anderson, D. y Khambata, F. (1985). "Financing Small Scale Industry and Agriculture in Developing Countries: The Merits and Limitations of Commercial Policies", Economic Development and Cultural Change, 33 (2, Jan.).

Battacharya, S. and Thakor, A. (1993). "Contemporary Banking Theory", Journal of Financial Intermediation 3, 2-50.

Bryant, J. (1980). "A Model of Reserves, Bank Runs, and Deposit Insurance", Journal of Banking and Finance 4, 335-344.

Baer, H. & Mote, L. (1992). "The United States Financial System" in G. Kaufman (ed.) Banking Structures in Major Countries, Boston: Kluwer, 469-553.

Banco de la Republica (1991). "El Mercado de Capitales Colombiano", Revista del Banco de la Republica, 1991.

Benston, G.J. & Smith C. (1976). "Transaction Cost Approach to the Theory of Financial Intermediation", Journal of Finance, 31 (May): 215-231.

Bernanke, B. y Gertler, M. (1990). "Financial Fragility and Economic Performance", Quarterly Journal of Economics, 55(1, Febrero).

Black, F., (1985), "The Future of Financial Services", Chap. 8, *Managing the Service Economy*, Cambridge University Press.

Black, F., M.H. Miller, and R. A. Posner (1978) "An approach to the Regulation of Bank Holding Companies", *Journal of Bussiness*, 51, July, 379-412.

Black, F. & Scholes, M.S. (1974). "From Theory to New Financial Products", Journal of Finance, 29 (May): 399-412.

Bodie, Z. & Merton R.C. (1992). "Pension Reform and Privatization in International Perspective: The Case of Israel, Working Paper No. 92-082, Graduate School of Business, Harvard University, Boston, MA (may).

Bodie, Z. & Merton R.C. (1993). "Pension Benefit Guarantees in the United States: A Functional Analysis", in: R Shmitt (ed.) The Future of Pensions in the United States, Philadelphia: University of Pennsylvania Press.

Bodie, Marcus & Kane (1993). Investments, McGraw Hill.

Brennan, M.J. (1993), "Aspects of Insurance, Intermediation and Finance", The Geneva Papers of Risk and Insurance Theory, v. 18, No. 1 (June): 7-30.

Broll, U. y Gilroy, M. (1986). "Collateral in Banking Policy and Adverse Selection", Manchester School of Economic and Social Studies, 54 (4, December).

Corfivalle (1995), "The Effects of the Structural Reforms on the Colombian Capital Markets", presentation to the World Bank, Cartagena, Colombia, July 21, mimeo.

Corredores Asociados (1994), Análisis Sector Bancario, Diciembre, mimeo.

Chicago Mercantile Exchange (1993), "A Blueprint for Reform of the Financial Regulatory Structure".

Cho (1986). "Inefficiencies from the Financial Liberalization in the Absence of Well-Functioning Equity Markets", Journal of Money, Credit and Banking, 18 (2, May).

Chuhan, Putnam (1994), "Are Institutional Investors an Important Source of Portfolio Investment in Emerging Markets?", Policy Research Working Paper No. 1243, The World Bank, January.

Demirguc-Kunt, A. & Maksimovic, V. (1995), "Stock Market Development and Firm Financing Choices", World Bank Conference, February 16-17, mimeo.

Diamond, D. & Dybvig, P. (1983). "Bank Runs, Deposit Insurance and Liquidity", Journal of Political Economy 91, 401-419.

Dewatripont, M. & Tirole, J. (1994). The Prudential Regulation of Banks, Boston: MIT Press.

Edwards, J. & Fisher, K. (1994). Banks, Finance and Investment in Germany. Cambridge: Cambridge University Press.

Fama, E. (1980). Banking in the Theory of Finance. Journal of Monetary Economics. 6: 39-57.

Finnerty, J.D. (1988). "Financial Engineering in Corporate Finance: An Overview", Financial Management, 17 (Winter): 14-33.

Finnerty, J.D. (1992). "An Overview of Corporate Securities Innovation", Journal of Applied Corporate Finance, 4 (Winter): 23-39.

Froot, K, Sharfestein, D. & Stein, J. (1990) "Herd on the Street: Informational Inefficiencies in a Market with Short Term Speculation", NBER Working Paper No. 3250.

Fry, M (1995). Money, Interest and Banking in Economic Development, Johns Hopkins University Press.

Galetovic, A. (1994). "Finance and Growth: A Synthesis and Interpretation of the Evidence", International Finance Discussion Paper No. 477, Board of Governors of the Federal Reserve System.

Gerschenkron, A. (1968) Continuity in History and Other Essays, Cambridge, Mass.: Harvard University Press.

Gerschenkron, A. (1962), "Economic Backwardness in Historical Perspective", A Book of Essays, Cambridge, Belknap Press, Harvard University.

Gertler, M. (1998). "Financial Structure and Aggregate Economic Activity: An Overview", Journal of Money, Credit and Banking, 20 (3, ii, August), 559-588.

Gertler, M. & Rose, A. (1994). Finance, Public Policy and Growth". Financial Reform: Theory and Experience. Gerard Caprio, Jr., Izak Atiyas, and James Hanson (eds.). New York: Cambridge University Press, forthcoming.

Gorton, G. & Pennacchi, G. (1992). "Money Market Funds and Finance Companies: Are They the Banks of the Future?", Structural Change in Banking, (eds.) M. Klausner and L. White, Homewood, IL: Irwin.

Greenwald, B. & Stiglitz, J.E. (1992). "Information, Finance and Markets: The Architecture of Allocative Mechanism", Journal of Industrial and Corporate Change, 1: 37-63.

Hubbard, R. G. (1994), *Money, the Financial System and the Economy*, reading, MA; Addison, Wesley.

Jaffe, D. y Russell, D. (1976). "Imperfect Information, Uncertainty and Credit Rationing", Quarterly Journal of Economics, 90 (4, November).

Khatkhate, D and Riechel, K.W. (1980) "Multipurpose Banking: Its Nature, Scope and Relevance for Less Developed Countries", International Monetary Fund Staff Papers, 27 (3, Sept.)

Kim, E.H. & Lee, Y (1990), "Issuing Stocks in Korea", in Rhee, S.G. and Chang, R.P. (eds.), Pacific Basin Capital Market Research, North Holland.

Kester, W.C. (1993). "Banks in the Boardroom: Germany, Japan and the United States", in: S Hayes (ed.) Financial Services, Boston, Harvard Business School Press.

Kohn, M., (1994), *Financial Institutions and Markets*, MacGraw Hill.

Kumar, M.S. (1984), *Growth, Acquisition and Investment*, Cambridge University Press, Cambridge.

Lazonick, W (1992). "Entrepreneurship and Economic Development: The Problem Revisited", Journal of Economic Literature, 17.

Mayer, C. (1988). "New Issues in Corporate Finance", European Economic Review 32, 1167-1188.

Mayer, C. (1990). "Financial Systems, Corporate Finance and Economic Development" in: R.G. Hubbard (ed.), Assymmetric Information, Corporate Finance and Investment, Chicago; University of Chicago Press, 307-332.

Meeks, G. & Whittington, G. (1975), "Giant Companies in the United Kingdom 1948-69", *Economic Journal*.

McKinnon, R. (1973). Money and Economic Development in Finance, Washington: The Brookings Institution.

McKinnon, R. (1986). "Financial Liberalization in Retrospect: Interest Rate Policies in LDC's", Stanford: Center for Economic Policy Research Publication No. 74, July.

Merton, R.C. (1990), "The Financial System and Economic Performance", *Journal of Financial Services Research*, 4, December, 263-300.

Merton, R.C. (1992), "Financial Innovation and Economic Performance", *Journal of Applied Corporate Finance*, 4, Winter, 12-22.

Merton, R.C. (1992), "Operation and Regulation in Financial Intermediation: A Functional Perspective," in P. Englund, ed. *Operation and Regulation of Financial Markets*, The Economic Council.

Merton, R.C. (1993). "Operation and Regulation in Financial Intermediation: A Functional Perspective", in: P Englund (ed.) Operation and Regulation of Financial Markets, Stockholm: The Economic Council.



Merton, R.C. (1995), "Financial Innovation and the Management and Regulation of Financial Institutions", *Journal of Banking and Finance*, 19, Enero.

Merton, R.C. & Bodie, Z. (1992). "On the Management of Financial Guarantees", *Financial Management*, 22 (Winter): 87-109.

Merton, R.C. & Bodie, Z. (1993). "Deposit Insurance Reform: A Functional Approach", in : A Meltzer and C. Plosser (eds.), Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, Volume 38 (June).

Merton, R. C and Bodie, Z. (1995), " A Conceptual Framework for Analyzing the Financial System", in *The Global Financial System: A Functional Perspective*, Harvard Business School.

Merton, R. C and Perold, A.F. (1993), "The Theory of Risk Capital in Financial Firms", *Journal of Applied Corporate Finance*, 5, Fall, 16-32.

Merton, R.K. (1957). Social Theory and Social Structure, Revised and Enlarged Edition, Glenco, IL: The Free Press.

Miller, M. (1992), "Financial Innovation: Achievements and Prospects", *Journal of Applied Corporate Finance*, 4, Winter, 4-11.

Miller, M.H. (1994) "Do we Really Need More Regulation of Financial Derivatives?", Banco de Investimentos Garantia, Sao Paulo, Brazil (August).

National Commission of Financial Institution Reform, Recovery and Enforcement (1993), Origins and Causes of the S&L Debacle: A Blueprint for Reform, Washington D.C.: Government Printing Office, July.

Nelson, R.L. (1959), Merger Movements in American Industry, 1895-1956, NBER No. 66, General Series, Princeton University Press.

Ordover, J. y Weiss, A. (1981). "Information and the Law: Evaluating Legal Restrictions on Competitive Contracts", *American Economic Review*, 71 (2, May).

Pagano, M. (1993a). "Financial Markets and Growth: An Overview", European Economic Review 37, 613-622

Pagano (1993b). "The Flotation of Companies on the Stock Market: A Coordination Failure Model", Journal of the European Economic Review, Vol. 37, No. 5.

Patrick , Hugh (1984). "Japanese Financial Development in Historical Perspective, 1868-1980", in : Comparative Development Perspectives, Rannis, G. (ed.), Boulder, Colo.: Westview Press.

Patrick, Hugh (1994). "Comparison, Contrasts and Implications", in Financial Development in Japan, Korea and Taiwan, Patrick, H and Yung Chul Park. New York: Oxford University Press.

Perold, A. (1995). "The Payment System and Derivative Instruments", in *The Global Financial System: A Functional Perspective*, Harvard Business School.

Pierce, J.L. (1991). The Future of Banking, New Haven: Yale University Press.

Pierce, J.L. (1993). "The Functional Approach to Deposit Insurance and Regulation", in R.E. Randall, (ed.) Safeguarding the Banking System in an Environment of Financial Cycles, Proceedings of a Symposium of the Federal Reserve Bank of Boston (November): 11-130.

Porter, M. (1992). "Capital Disadvantage: America's Failing Capital Investment System", Harvard Business Review, September-October, 65-82.

Pozdena, R. & Alexander, V. (1992). "Bank Structure in West Germany", in: G. Kaufman (ed.), Banking Structures in Major Countries, Boston: Kluwer, 555-590.

Remolona, E.M., (1992) "The Recent Growth of Financial Derivative Markets", *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, Winter, 28-43.

Rose, P.S. (1994), *Money and Capital Markets*, 5e, Burr, Ridge, IL.

Ross, S.A. (1989). "Institutional Markets, Financial Marketing and Financial Innovation", Journal of Finance, 44 (July): 541-556.

Sanford, C.S., Jr. (1993), "Financial Markets in 2020", *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium*, August 20.

Saunders, A. & Walter, I. (1994) Universal Banking in the United States, New York: Oxford University Press.

Saunders, A. (1994). "Banking and Commerce: An Overview of the Public Policy Issues", Journal of Banking and Finance, Special Issue on Universal Banking and the Separation of Banking and Commerce, 18, 231-254.

Scholes, M.S. (1994), "Financial Infrastructure and Economic Growth", Conference of Growth and development: The Economics of the 21st Century, Stanford University, June.

Scholes, M.S. & Wolfson, M.A. (1992). Taxes and Business Strategy: A Planning Approach, Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall.

Shumpeter, J. (1911). The Theory of Economic Development, reprinted 1969, Oxford: Oxford University Press.

Singh, A. (1995), Corporate Financial Patterns in Industrializing Economies

Singh, A & Hamid, J. (1992), Corporate Financial Structures in Developing Countries, IFC Technical Paper 1, Washington D.C.

Stiglitz, J. (1994), Whiter Socialism?, Cambridge: MIT Press.

Stiglitz, J. (1993), "The Role of the State in Financial Markets", World Bank, Annual Bank Conference on Development Economics, May 3-4, Washington.

Stiglitz, J. (1988), "Money, Credit and Business Fluctuations", *The Economic Record*, December, 307-321.

Stiglitz, J.E. (1985). "Credit Markets and the Control of Capital". Journal of Credit and Banking, 17: 133-152.

Stiglitz, J.E. & Weiss, A. (1990) "Banks as Social Accountants and Screening Devices and the General Theory of Credit Rationing", Greek Economic Review Suppl., 12: 85-118.

Stiglitz, J. y Weiss, A. (1986). "Credit Rationing and Collateral". In Recent Developments in Corporate Finance. Edwards, J., Franks, J., Mayer, C. y Schaefer, S. (eds.), Cambridge: Cambridge University Press.

Stiglitz, J. y Weiss, A. (1983). "Incentive Effects of Terminations: Applications to the Credit and Labor Markets", American Economic Review, 73 (5, December).

Stiglitz, J. y Weiss, A. (1981). "Credit Rationings in Markets with Imperfect Information" American Economic Review, 71 (3, June).

Sudweeks, B.L. (1989) Equity Market Development in Developing Countries, Praeger Publishers, New York.

Taggart (1985). "Secular Patterns in the Financing of US Corporations, in BM Friedman (ed.) Corporate Capital Structure in the United States, University Chicago Press.

Tobin, J (1984). "On the Efficiency of the Financial System", Lloyds Bank Review, July.

Townsend, R. (1990). Financial Structure and Economic Organization: Key Elements and Patterns in Theory and History, Basil Blackwell Ltd.

Williamson, O.E. (1985), *The Economic Institutions of Capitalism*, New York, The Free Press.