



SOCIEDAD ARGENTINA DOCENTES EN ADMINISTRACION FINANCIERA

**SISTEMAS FINANCIEROS Y  
PAUTAS DE FINANCIAMIENTO**

*Reinhard Schmidt y Marcel Tyrell*

**CUADERNOS DE FINANZAS 38**

**DOCUMENTOS DE TRABAJO DE SADAF**

Financial systems and financing patterns

*Papers and Proceedings of the First Arnoldshain Seminar Problems of  
Structural Change in the 21<sup>st</sup> Century, October 1995*

Traducción: Ricardo A. Fornero

Marzo 1997

*El formato del texto es diferente a la publicación original*

# SISTEMAS FINANCIEROS Y PAUTAS DE FINANCIAMIENTO

Reinhard H. Schmidt  
Marcel Tyrell

## 1. EL PROBLEMA

En años recientes ha aumentado considerablemente el interés académico por el rol que puede tener el sistema financiero en la asignación de recursos y el crecimiento, tanto en países en desarrollo como industrializados.<sup>1</sup> En lo que respecta a los países industrializados se acepta que un criterio de clasificación significativo es el que distingue entre sistemas financieros con predominio del mercado de capital y con predominio de los bancos.<sup>2</sup> Es común que se considere que los países anglosajones (tales como los Estados Unidos, el Reino Unido y Canadá) tienen sistemas financieros con predominio del mercado de capital, y que se diga que los países de Europa continental y Japón tienen sistemas financieros con predominio de los bancos.

¿Cuál es la esencia de esta clasificación? ¿Implica que los mercados de capital o los bancos son, respectivamente, los más importantes en la provisión de capital a las empresas en esos países? Pero, ¿son tan importantes de hecho en la provisión de capital? ¿O esta clasificación está basada en otras diferencias, quizá más sutiles, en el rol que tienen los dos tipos de instituciones financieras?

Este ensayo pretende, en primer lugar, arrojar alguna luz acerca de la validez de esa distinción habitual de los sistemas financieros. Para ello se mira en particular los sistemas financieros de los Estados Unidos, el Reino Unido y Alemania, y más sucintamente de Francia y Japón. Se seleccionaron estos cinco países en parte porque estamos más familiarizados con éstos que con otros sistemas financieros y los datos son más fácilmente disponibles; y en parte debido a sus características peculiares. En Europa, el Reino Unido y Alemania se toman como los ejemplos más claros de los dos tipos de sistemas financieros; y se considera que los Estados Unidos tienen el sistema de mercado de capital más desarrollado del mundo.

Las preguntas mencionadas más arriba son de naturaleza bastante general, y los sistemas financieros son fenómenos muy complejos. Esto requiere que enfoquemos la discusión en preguntas más específicas. Queríamos analizar uno de los roles que los sectores financieros pueden tener respecto a las empresas. Este rol es el financiamiento de los negocios, en el sentido limitado de provisión de fondos para inversión. En la sección 2 se comenta el hecho de si

---

<sup>1</sup> El término "sistema financiero" denota la totalidad de la oferta y la demanda, o la totalidad de las relaciones entre los oferentes y demandantes, que existe en el mercado de servicios financieros. De acuerdo con esto, el sistema financiero abarca no sólo el sector financiero, que ofrece servicios financieros al sector no financiero (es decir, familias, sector público y empresas); también involucra el sector real de la economía, en la medida que este sector actúa como demandante de servicios financieros, o sustituye sus "productos propios" por demanda de tales servicios.

<sup>2</sup> Ver una revisión de esta literatura en Berglöf (1990)

realmente las pautas de financiamiento de las empresas difieren de acuerdo al carácter general del sistema financiero del correspondiente país. Para ello resumimos los resultados relevantes en dos líneas de investigación empírica, que utilizan distintos métodos de medición.

Los resultados del análisis empírico de las pautas de financiamiento son bastante sorprendentes, y varían mucho respecto a las creencias convencionales. De hecho, hay pocas diferencias significativas en las pautas de financiamiento de los negocios en los países. Y, cuando hay diferencias, uno puede llegar a explicarlas con la teoría financiera moderna.

Los datos acerca de las pautas de financiamiento no corroboran la distinción convencional entre diferentes tipos de sistemas financieros. Planteamos, entonces, algunas sugerencias acerca del efecto que posiblemente tienen los sistemas financieros en las decisiones de inversión y de financiamiento de las empresas no financieras, así como en otras decisiones.

## **2. FINANCIAMIENTO DE NEGOCIOS EN ALGUNOS PAISES: EVIDENCIA DISPONIBLE**

**Problemas de medición.** Hay dos formas posibles de analizar la estructura financiera de las empresas para realizar comparaciones entre países. Una enfoca los flujos, y utiliza un esquema de flujo de fondos; la otra enfoca las variables stock, y estudia la estructura de capital del sector no financiero.

Como su propio nombre implica, el análisis del flujo de fondos se realiza para determinar las fuentes y los usos de fondos de las empresas en un período, habitualmente un año. Pero los flujos son difíciles de capturar estadísticamente; por esto, en la práctica el análisis de flujo de fondos compara ciertos stocks en los balances de las empresas al comienzo y al fin del respectivo período y, sobre esta base, realiza inferencias acerca de que ciertos flujos subyacentes han causado los cambios observables en los valores de stock. Por ejemplo, una reducción observable de la deuda de una empresa con bancos se interpreta como un flujo de salida de la empresa hacia los bancos. Las relaciones lógicas entre los dos métodos de medición son tales que, al menos en principio, las estructuras de capital observables son el resultado de los flujos financieros acumulados a través de los años.

Ambos métodos tienen fortalezas y debilidades específicas que deben tomarse en cuenta para comparar pautas de financiamiento entre países.<sup>3</sup> Las estructuras de capital habitualmente se miden con los datos de estados contables. Aún cuando estas cifras sean confiables, su interpretación es difícil no sólo debido a normas contables diferentes en los países, sino también porque esos datos están disponibles para un número limitado de empresas. Es bastante dudoso que los hallazgos empíricos basados en datos contables sean representativos de todas las empresas de un país.

Los datos de flujo de fondos, por su parte, están disponibles habitualmente para todas las empresas, pero aparecen otros asuntos espinosos: existen diferentes definiciones estadísticas del sector empresas en los respectivos países, y también son distintos los métodos aplicados por los organismos estadísticos.

Tomando en cuenta estos problemas, veremos los resultados más importantes de los estudios empíricos que utilizan una u otra metodología.

**Estudios de flujo de fondos.** El primer estudio amplio que comparó los flujos financieros de las empresas de diferentes países fue presentado por Colin Mayer (1990). Se analizó el "comportamiento financiero" de las empresas en ocho países industrializados en el período 1970/1985. Las cifras del cuadro 1 muestran los valores de los países, considerando promedios de los flujos anuales durante los quince años. Las cifras son netas, en el sentido de que se

---

<sup>3</sup> Para los diferentes métodos, y sus ventajas y desventajas, puede verse Mayer (1990) y Edwards and Fischer (1994)

eliminaron las inversiones financieras de las empresas. Por tanto, se indica cómo han financiado las empresas, en promedio y en cada país, las inversiones en activos reales tales como equipamiento y aumento de capital de trabajo. Los valores negativos indican que las empresas han cancelado préstamos, o han rescatado acciones.

### 1. Financiamiento neto de empresas no financieras

Período 1970/1985 (Mayer, 1990, pág. 310, con datos de OECD Financial Statistics)

En porcentajes, con promedios simples

	<i>Alemania</i>	<i>Canadá</i>	<i>Estados Unidos</i>	<i>Finlandia</i>	<i>Francia</i>	<i>Italia</i>	<i>Japón</i>	<i>Reino Unido</i>
Retenciones	70,9	76,4	85,9	64,4	61,4	51,9	57,9	102,4
Trasferencias de capital	8,6	-0,8	0,4	0,2	2,0	7,7	ND	4,1
Títulos de corto plazo	-0,1	-4,4	0,4	3,7	-0,1	-1,3	ND	1,7
Préstamos bancarios	12,1	15,2	24,4	28,1	37,3	27,7	50,4	7,6
Crédito comercial	-2,1	-4,4	-1,4	-1,4	-0,6		-11,2	-1,1
Bonos	-1,0	8,5	11,6	2,8	1,6	1,6	2,1	-1,1
Acciones	0,6	2,5	1,1	-0,1	6,3	8,2	4,6	-3,3
Otros	10,9	1,3	-16,9	7,4	-1,4	1,0	-3,8	3,2
Ajuste estadístico		1,2	-5,1	-5,0	-6,4	3,2	ND	-13,4
Total	99,9	99,9	100,0	100,1	100,1	100,0	100,0	100,1

Los resultados de Mayer provocan algunas sorpresas. Su hallazgo más interesante es el rol dominante del financiamiento interno en todos los países considerados en su estudio. Las fuentes internas incluyen las retenciones de ganancias (autofinanciamiento en sentido limitado) así como los fondos equivalentes a depreciaciones y otras provisiones. La participación del financiamiento interno en el total es más alta en aquellos países que se consideran con predominio del mercado de capital, tal como los Estados Unidos y el Reino Unido.

Es igualmente sorprendente que en ningún país la emisión de acciones contribuya de modo significativo al financiamiento de negocios. Ciertamente no es algo que uno esperaría para los países en cuyos sistemas financieros predomina el mercado de capital. Sin embargo, el financiamiento con bonos es más importante en los Estados Unidos y Canadá que en otros países, una característica que puede originarse en el crecimiento del financiamiento con bonos basura en estos países desde comienzos de la década de 1980.

En todos los países la fuente externa de fondos más importante son los préstamos provistos por los bancos. Es bastante interesante que las diferencias que se observan entre países respecto a la importancia del financiamiento bancario no reflejan lo que uno habría esperado sobre la base de la clasificación tradicional. En Alemania, un país con un sistema financiero con fuerte predominio de bancos, la participación de los préstamos bancarios en el financiamiento total es 12,1%, una proporción por debajo del promedio.

El primer estudio de Mayer fue refinado y extendido en los años siguientes con otros referidos al Reino Unido, Alemania y Francia. En una investigación muy amplia, Edwards and Fischer (1994) analizaron las pautas específicas de financiamiento de las empresas alemanas, utilizando empresas británicas como estándar de comparación, y prestando especial atención a las características institucionales del sistema financiero alemán.

La principal preocupación de Edwards y Fischer fue establecer si existían diferencias significativas entre los dos países y, en el caso de Alemania, entre diferentes períodos. Al contrario de lo que uno podría esperar, no se observó que el financiamiento de bancos fuera más importante en Alemania que en Gran Bretaña. De hecho, casi ocurre lo opuesto. Se podría

objetar que este resultado está distorsionado, porque se consideró como financiamiento bancario sólo los préstamos, mientras que una característica especial del sistema bancario alemán es que los bancos también proporcionan capital a las empresas.

En otras palabras, se puede argumentar que Edwards/Fischer subestiman la función de financiamiento de los bancos alemanes. Sin embargo, tal como indican claramente las estadísticas del Deutsche Bundesbank, tanto en 1970 como en 1989 la participación total de los bancos en el capital no era más de 3%, y esto no es suficiente para cambiar el resultado obtenido por Edwards/ Fischer.

Además, las creencias convencionales acerca de la modernización de todos los sistemas financieros nos puede llevar a esperar diferencias significativas en la importancia del financiamiento de bancos a través del tiempo. Sin embargo, Edwards/Fischer no encuentran en los hechos tales diferencias. Los resultados se muestran en los cuadros 2 y 3.

## 2. Fuentes netas de financiamiento para inversión del sector de empresas industriales de Alemania

Período 1950/1989, en porcentajes

(Edwards and Fischer, 1994, pág. 54, con datos del Deutsche Bundesbank)

	1950 / 89	1950 / 59	1960 / 69	1970 / 79	1980 / 89
Fondos generados internamente	75,4	75,4	74,1	71,3	80,1
Provisiones para pensiones	3,7	3,2	2,0	4,3	4,9
Trasferencias del gobierno	5,5	1,2	4,0	7,9	9,0
Préstamos bancarios, de los cuales	11,7	11,8	13,4	12,0	10,2
largo plazo	12,1	9,0	11,5	15,6	10,6
corto plazo	-0,4	2,8	1,9	-3,6	-0,4
Fondos de empresas de seguros	0,5	1,2	0,9	0,5	-0,4
Bonos	0,5	2,3	0,7	-0,4	-0,7
Acciones	1,5	1,9	2,4	0,6	1,1
Otros, de los cuales	1,2	3,0	2,6	3,9	-4,1
crédito comercial del exterior	-1,2	0,0	-1,1	-1,5	-2,2
Total	100,0	100,0	100,1	100,1	100,1

## 3. Fuentes netas de financiamiento para inversión del sector de empresas no financieras de Alemania (1970/1989) y Reino Unido (1970/1987)

En porcentajes (Edwards and Fischer, 1994, pág. 66)

<i>Alemania 1970-1989</i>		<i>Reino Unido 1970-1987</i>	
Fondos generados internamente	76,0	Fondos generados internamente	87,9
Provisiones para pensiones	4,6	Trasferencias del gobierno	8,3
Trasferencias del gobierno	8,5	Préstamos bancarios	15,4
Préstamos bancarios	11,0	Bonos	0,1
Fondos de empresas de seguros	0,0	Acciones	-1,3
Bonos	-0,6	Crédito comercial	-2,1
Acciones	0,9	Otros	2,4
Crédito comercial	-1,9	Ajuste estadístico	-10,7
Otros	1,5		
Total	100,0	Total	100,0

Bertero (1994) realizó un estudio detallado de las pautas de financiamiento de las empresas francesas. Compara las cifras de flujo de fondos en diferentes períodos, y establece que en los últimos 20 años el financiamiento interno ha aumentado continuamente su importancia, a expensas del financiamiento bancario. En el estudio de Mayer (1990) Francia aparece con una proporción relativamente alta de préstamos bancarios en el financiamiento total. Esto puede ser una consecuencia de que Mayer no diferencia entre períodos. A comienzos de la década de 1980 el gobierno francés utilizó intensamente a los bancos para asignar fondos. En los años posteriores se abandonó esta política. El resultado de Bertero parece reflejar adecuadamente este cambio, e ilustra un fenómeno que uno puede denominar una normalización de las pautas de financiamiento en Francia.

Los estudios de flujo de fondos, tomados en conjunto, sugieren que no existen peculiaridades nacionales en las pautas de financiamiento, o que tienen un carácter temporario. Aún concediendo el hecho de que los sistemas financieros difieran en aspectos importantes de sus características institucionales, parece que estas diferencias no se reflejan en diferentes pautas de financiamiento de las empresas. Este resultado, por supuesto, puede originarse en una inadecuación general del método de medición. Quizá simplemente no hay un medio apropiado para capturar las diferencias que existen.

Sin embargo, no parece ser este el caso. Mayer (1990), Mayer and Alexander (1990) y Edwards and Fischer (1994) encuentran diferencias significativas en las pautas de financiamiento de empresas de diferente tamaño. El resultado, uniformemente, es que el financiamiento interno tiene un rol más importante en las empresas grandes que en las pequeñas. Estas últimas parecen utilizar los préstamos bancarios como una forma de compensar la falta de fondos generados internamente. Los estudios de la reacción de diferentes tipos de empresas a la parte descendente del ciclo de negocios tienden a confirmar este resultado.<sup>4</sup>

Estos estudios muestran que en casi todos los países las empresas pequeñas reducen sus inversiones más que las empresas grandes, como reacción a las recesiones y las medidas restrictivas de política monetaria. Con independencia del sistema financiero de su país, las empresas pequeñas son más dependientes de los préstamos bancarios como fuente de fondos, en comparación con las empresas grandes.

El único resultado "estable" de este tipo de investigación es que el coeficiente financiamiento interno / financiamiento total es más grande en los países cuyos sistemas financieros tienen predominio del mercado de capital, en comparación con aquellos en los que se supone que predominan los bancos. Se puede pensar que el sector financiero juega un rol importante, y que las deficiencias del sector financiero se reflejan en la importancia relativa del financiamiento interno. Si la participación del financiamiento interno es más pequeña en los sistemas con predominio de bancos, uno podría considerar esto como indicación de que un sistema financiero que consiste esencialmente en bancos es, en algún sentido, "mejor".

Este es el punto de partida de un interesante estudio realizado por Sussman (1994). Demuestra que las diferencias observadas en las pautas de financiamiento pueden originarse en un factor no considerado en los otros estudios: la tasa de inversión, o el monto invertido por el sector de negocios.

Hay un límite superior natural al financiamiento interno de nuevas inversiones. Puesto que las empresas prefieren utilizar fuentes internas en vez de externas para las inversiones (como explica Stewart Myers con su teoría jerárquica del financiamiento)<sup>5</sup>, un país con una tasa de inversión baja aparece con una proporción alta de financiamiento interno simplemente porque los fondos generados internamente alcanzan para financiar las inversiones. Por el contrario, un país con una tasa de inversión alta, tal como Japón, aparece con menor proporción de financiamiento interno sólo porque sus empresas tienen que recurrir al financiamiento externo como suplemento de los fondos generados internamente.

---

<sup>4</sup> Acerca de este punto pueden verse las perspectivas proporcionadas por Dimsdale (1994) y Davis (1994)

<sup>5</sup> Una discusión de esta teoría de orden jerárquico (pecking order theory) puede verse en Myers (1984)

Entonces, la diferencia presunta entre sistemas financieros con predominio del mercado de capital o de los bancos, en el sentido de que inducen un mayor o menor financiamiento interno, puede ser simplemente una creación estadística. La proposición de Mayer de que los sistemas financieros con predominio de bancos son, en algún sentido, mejores puede ser correcta, pero el camino por el cual intenta apoyarla empíricamente no proporciona una evidencia concluyente.

¿Esto nos permite llegar a la conclusión de que los bancos como fuente de financiamiento de las empresas son de importancia menor en los Estados Unidos? Sussman argumenta que esta conclusión puede no ser correcta debido a que el proceso de promedios implícito en el análisis de flujo de fondos tiende a sesgar los resultados. Para evaluar esta situación se pueden observar las relaciones de corto plazo entre las fuentes de fondos, la actividad de inversión y el flujo de fondos operativo de las empresas.

Los ejemplos de Estados Unidos y Japón demuestran que el flujo de fondos y la inversión están correlacionados de modo positivo pero imperfecto. La inversión es más volátil que el flujo de fondos. Esto genera una necesidad temporaria de flujos financieros. Los préstamos bancarios se utilizan en los períodos de expansión para compensar la falta de fondos generados internamente, frente a mayores necesidades de inversión; y se devuelven en los períodos en los que el nivel de inversión está por debajo de los fondos generados. En un análisis de más largo plazo, tal como el realizado por Mayer, este aspecto de la relevancia de los bancos no se refleja adecuadamente.

Este resultado de Sussman muestra una debilidad potencialmente importante del enfoque de flujo de fondos para estudiar las pautas de financiamiento y el rol del sistema financiero. Por ello, es importante observar los resultados de investigaciones referidas a la estructura de capital de las empresas.

***Estudios de la estructura de capital.*** Vamos a considerar dos estudios recientes que suscitan dudas acerca de la perspectiva tradicional de diferencias de las estructuras de capital de empresas de diferentes países. La perspectiva tradicional sostiene que las estructuras de capital difieren de un modo significativo, el cual refleja el predominio de los mercados de capital o los bancos en sus respectivos sistemas financieros.

Generalmente se supone que la participación del capital propio en la capitalización total es más grande, en promedio, en los países con sistemas financieros en los que predomina el mercado de capital. La evidencia empírica contenida en estudios más antiguos tiende a apoyar esta perspectiva.<sup>6</sup> De modo particular, las empresas alemanas se ven con un coeficiente de capital bajo, en comparación con las de otros países europeos.

Esta perspectiva tradicional puede apoyarse en el argumento de que, en una economía con predominio del mercado de capital, la emisión de acciones para aumentar el capital de una empresa es relativamente fácil y, por ello, este financiamiento es relativamente barato, mientras que en un sistema financiero dominado por bancos los préstamos parecen ser más fáciles de obtener, y más baratos.

En un estudio empírico reciente publicado por el Deutsche Bundesbank (1994) se informa el coeficiente de capital de una muestra representativa de empresas de países europeos. Se concluye que el coeficiente no difiere significativamente entre los países. Los datos provienen de estadísticas de balances compiladas por la Comisión Europea. El aspecto sorprendente de este resultado no es tanto la posición de Alemania respecto a otros países de Europa continental, sino el hecho de que el coeficiente capital/activos de las empresas alemanas parece ser considerablemente más alto que el que, durante muchos años, se ha afirmado que era, entre otros por el mismo Bundesbank.

En este estudio de 1994 aparece una figura distinta del financiamiento porque el Bundesbank, por primera vez, utiliza datos en los que se ha hecho un trabajo serio para eliminar el

---

<sup>6</sup> Ver, por ejemplo, Rutterford (1988), Berglöf (1990) y Borio (1990)

impacto de las convenciones contables de los diferentes países. El cuadro 4 proporciona información acerca del procedimiento de ajuste. Otra característica especial de este estudio es que cubre una muestra muy grande, y no utiliza los datos más limitados que compila la OECD, en los cuales se han basado los estudios realizados con anterioridad.

#### 4. Coeficiente de capital de empresas alemanas, en comparación con países europeos seleccionados

En porcentajes (Deutsche Bundesbank, 1994, pág. 75)

Año	<i>Resultados publicados de las estadísticas nacionales para todas las empresas</i>		<b>AJUSTES GRADUALES</b>					
			Eliminación parcial de diferencias específicas de los sectores manufactureros	Eliminación de efectos de extrapolación con el conjunto comparable	Eliminación de efectos de formas legales de las empresas de responsabilidad limitada	Cambio a una definición de capital propio bruto	Recálculo de la apropiación a la ganancia de ítems especiales	
	<i>Alemania occidental</i>	<i>Países comparativos (1)</i>	<i>Alemania occidental</i>	<i>Países comparativos</i>	<i>Alemania occidental</i>			
1982	18,3	25,9	22,9	23,9	24,4	26,5	26,7	29,2
1983	18,2	26,6	22,4	24,1	24,0	26,1	26,4	29,0
1984	18,2	25,3	22,4	24,3	24,1	26,1	26,3	29,0
1985	18,1	26,1	22,5	27,1	24,6	26,9	27,1	30,0
1986	18,9	27,2	23,7	29,1	26,0	28,6	28,8	31,5
1987	19,3	28,2	23,8	31,4	26,1	28,4	28,6	31,1
1988	19,0	29,5	23,6	33,4	25,6	28,4	28,5	31,0
1989	18,3	30,8	22,8	35,0	24,7	27,1	27,3	30,2
1990	18,2	30,2	23,0	34,2	24,9	27,6	27,8	30,6
1991	17,7	29,9	22,6	33,7	25,4	28,2	28,4	31,1
Prom	18,4	28,0	23,0	29,6	25,0	27,4	27,6	30,3

(1) Promedio aritmético simple de los coeficientes de capital en España, Francia e Italia

Los datos de estructura de capital proporcionados por el Deutsche Bundesbank también parecen consistentes con los resultados de los estudios de flujo de fondos que se comentaron. Por ejemplo, la fuerte disminución en el nivel de financiamiento externo de las empresas francesas también se refleja en los datos de estructura de capital. Además, el estudio también apoya la proposición, obtenida del estudio de Mayer, de que las empresas de diferente tamaño también difieren significativamente en términos de los coeficientes de capital. Las empresas de tamaño medio y pequeño tienden a tener un coeficiente de endeudamiento más alto que las otras, y tienden a hacer un mayor uso del financiamiento bancario.

Un segundo estudio comparativo de estructuras de capital, presentado por Rajan and Zingales (1994), es aún más revelador. Se analizan las estructuras de capital y sus determinantes en las empresas grandes con cotización de los países del G-7. Sus datos cubren aquellas corporaciones incluidas en los índices más conocidos del mercado de acciones. Si bien esto implica un sesgo hacia las empresas grandes, los datos incluyen de 30 a 70% de todas las compañías que cotizan sus acciones, y más de 70% de la capitalización total del mercado. El hecho de que en Francia, Alemania e Italia se incluyan en la muestra al menos dos tercios de las empresas que cotizan, y el 95% de la capitalización total del mercado de acciones, puede



crear la impresión de que es un estudio altamente representativo. Sin embargo, los mercados de capitales de estos países están menos desarrollados, y por ello la decisión de limitar los datos a las empresas que cotizan sus acciones es una debilidad seria. Después de todo, la participación de las empresas que cotizan sobre el total del sector de negocios de Alemania es sólo 10% (Edwards and Fischer, 1994, pág. 86). En este sentido, el estudio de Rajan and Zingales parecería cubrir sólo la punta del iceberg. Sin embargo, no hay evidencia de que estas diferencias en el grado en el cual las muestras son representativas de los respectivos sectores nacionales invaliden las comparaciones internacionales.

Como los autores del estudio del Bundesbank, Rajan/Zingales hacen un esfuerzo por establecer el efecto de las convenciones contables aplicadas en diferentes países. Los datos contables ajustados se utilizan para calcular distintas medidas de endeudamiento, las cuales no están afectadas por diferencias en normas contables. Por supuesto, las medidas de endeudamiento deberían realizarse de acuerdo con el propósito del estudio. Si, por ejemplo, se intenta identificar discernimientos acerca de la importancia de los costos de agencia, en el sentido de Jensen and Meckling (1976) o Myers (1977), las medidas deben tomar en cuenta el efecto de las decisiones anteriores de inversión y financiamiento. Una medida relevante puede ser, en este caso, el coeficiente de la deuda respecto al valor total de mercado del capital. Si se enfocan los derechos de control la liquidez es importante, y puede ser mejor reflejada en un coeficiente de flujos financieros (en vez de variables stock), ya que estos determinan la posibilidad de un cambio de control por quiebra.<sup>7</sup>

Sobre la base de estas consideraciones, Rajan/Zingales proporcionan varias medidas de la estructura financiera de la empresa, utilizando variables flujo o stock según sea apropiado, tanto con datos ajustados como no ajustados. Las medidas más importantes, en la perspectiva de los autores, son los coeficientes "deuda / activo neto" y "deuda / capital" (dos medidas con variables stock), y el coeficiente de cobertura de intereses, que está basado en flujos. Los principales resultados se resumen en los cuadros 5 y 6.

Podemos ver que las empresas británicas y alemanas están, en promedio, menos endeudadas que las de otros países. Este resultado, que parece opuesto a las creencias convencionales en lo que hace a Alemania, es independiente de que se utilicen datos ajustados o no ajustados. Con pruebas adicionales se establece también que es invariante respecto al período que se considere.

Rajan/Zingales realizan una prueba adicional de validez: aplican las mismas medidas a los datos de la OECD utilizados en otros estudios, y llegan a otro interesante resultado. Los estudios anteriores establecen que los coeficientes de endeudamiento varían de modo significativo entre países y, en particular, que las empresas alemanas tienen un coeficiente de endeudamiento más alto que las del Reino Unido. Rajan/Zingales obtienen resultados similares a los de su estudio con otros datos. Entonces, en la perspectiva de estos autores, la utilización de medidas de endeudamiento no apropiadas parecería ser la razón de las diferencias de resultados.

En resumen, uno puede decir que el estudio del Bundesbank contradice las creencias convencionales de que las estructuras de capital difieren entre países, según sean distintos los sistemas financieros; y el estudio de Rajan/Zingales da el golpe final a estas creencias. Los estudios comparativos recientes y sofisticados de las estructuras de capital proporcionan resultados similares a los que se obtienen con análisis igualmente sofisticados del flujo de fondos. ¿Existirán cuestiones de naturaleza más fundamental en las cuales esa clasificación de los sistemas financieros aporta dimensiones correctas, más allá de la simple observación de flujos o estructuras de capital agregadas?

---

<sup>7</sup> En Aghion and Bolton (1992), Hart (1995) y Laux (1995) se estudia la asignación de derechos de control a través de la estructura financiera de la empresa.

### 5. Endeudamiento en diferentes países

Los valores son medianas (Rajan and Zingales, 1994, pág. 38)

País	Número de empresas	Compromisos totales / Activos totales		Deuda / Activos totales		Deuda / Activos netos		Deuda / (Deuda + Capital)		Coeficiente de cobertura de intereses	
		Cont	Merc	Cont	Merc	Cont	Merc	Cont	Merc	(1)	(2)
USA	2.580	0,58	0,44	0,27	0,20	0,34	0,24	0,37	0,28	2,41	4,05
Japón	514	0,69	0,45	0,35	0,22	0,48	0,27	0,53	0,29	2,46	4,66
Alemania	191	0,73	0,60	0,16	0,12	0,21	0,15	0,38	0,23	3,20	6,81
Francia	225	0,71	0,64	0,25	0,21	0,39	0,32	0,48	0,41	2,64	4,35
Reino Unido	608	0,54	0,40	0,18	0,14	0,26	0,18	0,28	0,19	4,79	6,44

(1) Ganancia antes de intereses e impuestos / Intereses

(2) Ganancia antes de intereses, impuestos y depreciaciones / Intereses

Las medidas de endeudamiento se calculan para todas las empresas no financieras que informan balances consolidados en 1991. En la columna "cont" el capital se mide con valores contables. En la columna "merc" el capital se mide con valores de mercado. Esto altera el valor de los activos de la siguiente forma: el valor de mercado de los activos se obtiene restando el valor contable del capital del valor contable de los activos, y sumando a este resultado el valor de mercado del capital.

Compromisos totales es el total del pasivo. La deuda incluye el valor de las deudas de corto y largo plazo. Los activos netos son los activos menos las cuentas por pagar y otros compromisos operativos.

### 6. Endeudamiento en diferentes países: cifras ajustadas

Los valores son medianas (Rajan and Zingales, 1994, pág. 39)

País	Número de empresas	Compromisos totales / Activos totales		Deuda / Activos totales		Deuda / Activos netos		Deuda / (Deuda + Capital)	
		Cont	Merc	Cont	Merc	Cont	Merc	Cont	Merc
USA	2.580	0,52	0,42	0,25	0,16	0,32	0,24	0,33	0,23
Japón	514	0,62	0,37	0,21	0,12	0,33	0,16	0,37	0,17
Alemania	191	0,50	0,41	0,11	0,10	0,17	0,13	0,18	0,15
Francia	225	0,69	0,59	0,18	0,13	0,32	0,25	0,34	0,28
Reino Unido	608	0,47	0,35	0,10	0,08	0,16	0,10	0,16	0,11

Compromisos totales ajustados por el dinero efectivo y, en Alemania, los compromisos por pensiones

Deuda ajustada por dinero efectivo e inversiones en títulos

Activos ajustados por efectivo e inversiones en títulos, intangibles y, en Alemania, los compromisos por pensiones

Valor contable del capital ajustado por provisiones e intangibles

### 3. CONCLUSIONES

En años recientes ha habido mucho interés en la cuestión de si es más informativo diferenciar entre sistemas financieros según la forma prevaleciente de gobierno empresarial.<sup>8</sup> Los primeros resultados de una investigación se resumen a continuación, y se presentan con más detalle en una versión ampliada de este ensayo.

Es posible distinguir dos sistemas de gobierno empresarial: el sistema de control externo (*outsider control*) y el sistema de control interno (*insider control*). Sus características pueden, al menos en parte, utilizarse para identificar los sistemas financieros en los cuales se presentan.

Estos sistemas de gobierno empresarial se corresponden con la primera clasificación, de sistemas financieros con predominio del mercado de capital y de bancos. Los sistemas con predominio del mercado de capital están basados en estructuras de gobierno empresarial en las cuales los inversores externos, tales como las familias y los fondos de inversión y de pensión, ejercen control a través de mecanismos de mercado. En contraste, los sistemas orientados a bancos implican estructuras de control en las que predominan otros participantes de la empresa (*stakeholders*), tales como los directivos y empleados, los bancos y otros acreedores, el gobierno estatal, y otros aliados de negocios.

El núcleo del sistema de control externo es el funcionamiento del mercado de control empresarial. Este se sustenta en un mercado de capital líquido, en el cual los precios de las acciones reflejan su valor tal como es percibido por los inversores. Mediante la compra de acciones los inversores pueden obtener una mayoría de control, y son capaces de ejercer presión sobre la dirección de la empresa para que se siga una política de negocios eficiente. La amenaza de una potencial toma de control tiene un efecto disciplinador sobre los directivos: si un inversor o un equipo directivo distinto prueba ser más capaz para conducir la empresa se puede producir un cambio de control y/o nuevos directivos que reemplazan a los anteriores.<sup>9</sup>

Deben cumplirse también otras condiciones para que el mercado funcione adecuadamente. Por ejemplo, el mercado de capital debería estar organizado eficientemente, para garantizar la liquidez de las acciones; además, deberían operar reglas no ambiguas para las tomas de control, reglas comprensivas para la revelación de información, reglas contables que minimicen las oportunidades de ocultamiento, y reglas estrictas acerca de las transacciones con información interna (*insider trading*). Este conjunto de reglas y regulaciones se diseña para prevenir que los accionistas tengan una ventaja inequitativa, y para que el mercado pueda realizar eficientemente su función informacional. A fin de asegurar que las acciones y los derechos de voto puedan transarse libremente no deberían existir, virtualmente, restricciones sobre los derechos de voto, y tampoco deberían existir las tenencias cruzadas o los anillos de tenencias de empresas interrelacionadas.

El sistema de control interno, por su parte, está basado en el supuesto de que la empresa probablemente funcionará mejor, y los accionistas se beneficiarán más, si diversos grupos con intereses específicos en la empresa tienen oportunidad de establecer acuerdos para sus relaciones. Por tanto, estos grupos son capaces de realizar contratos implícitos y decidir inversiones.

La dirección está obligada a actuar no sólo según el mejor interés de los accionistas, sino también considerando los intereses de los otros participantes. El propósito de establecer relaciones de largo plazo es armonizar los diversos intereses. Un equipo de fiscalización (*supervisory board*) de la empresa realiza la tarea de alinear los intereses y supervisar a la dirección; este equipo está integrado por representantes de los diversos participantes, y monitorea las actividades de los directivos, y si es necesario los penaliza. Dadas las oportunidades que existen para que unas empresas adquieran participaciones en otras, y con ello tengan representan-

---

<sup>8</sup> Ver Franks and Mayer (1994), Fukao (1995) y Prowse (1995)

<sup>9</sup> Para una discusión de estos roles del mercado de capital ver Manne (1965) y Jensen (1988)

tes en los cuerpos de fiscalización, esta estructura está diseñada para alentar la formación de un sistema de mecanismos de control entrelazados.

Los bancos comerciales tienen un rol preponderante en este sistema. Dominan el gobierno empresario a través de representantes en los cuerpos de fiscalización, derechos de voto concedidos por los accionistas, relaciones de crédito de largo plazo, y tenencias de acciones de las empresas. Este sistema, por supuesto, debe estar acompañado por un entorno legal apropiado. El propósito de este marco legal no es asegurar que el mercado funcione eficientemente, sino fortalecer el sistema de control interno.

Evidentemente los paralelos entre el sistema de gobierno empresario y el sector financiero de cada uno de los países que observamos son más visibles, y quizá más estrechos, que los que existen entre las pautas de financiamiento de las empresas y el respectivo sector financiero.

Pero, además, existen desarrollos teóricos recientes acerca de los contratos incompletos que pueden proporcionar un marco coherente para discutir simultáneamente la estructura institucional del sistema financiero, las pautas prevalecientes de financiamiento de las empresas y el sistema de gobierno empresario.<sup>10</sup> Parecería que esta nueva literatura acerca de los contratos incompletos y el diseño de títulos presta un apoyo general a la antigua noción de que las características institucionales de los sistemas financieros, y en particular del sector financiero, probablemente se reflejarán en la estructura de gobierno empresario y en las pautas de financiamiento observables en una economía; y que puede esperarse que ambas se influyan mutuamente.

Esto presenta muchas cuestiones interesantes; queremos destacar dos:

- (1) ¿Cuáles diferencias entre los sistemas de gobierno empresario no se reflejan en diferencias en las pautas de financiamiento?
- (2) ¿Qué consecuencias tienen los aspectos comentados en la convergencia que se busca de los sistemas financieros en la Comunidad Europea?

---

<sup>10</sup> Pueden verse análisis teóricos de las estructuras financieras utilizando un enfoque de contratos incompletos en Hart (1995) y Laux (1995)

## REFERENCIAS

- AGHION, Philippe and BOLTON, Patrick, The financial structure of the firm and the problem of control, en *European Economic Review*, v.33, 1989, 286/293
- BERGLÖF, Erik, Capital structure as a mechanism of control: A comparison of financial systems, en M.Aoki (ed), *The Firm as a Nexus of Treaties*, Sage Publ, London, 1990, 237/262
- BERTERO, Elisabetta, The banking system, financial markets, and capital structure: Some new evidence from France, en *Oxford Review of Economic Policy*, v.10, 1994, 68/78
- BORIO, Claudio E.V., Leverage and financing of non-financial companies: An international perspective, en *BIS Economic Papers*, N° 27, May 1990
- DAVIS, E.Philip, Banking, corporate finance, and monetary police: An empirical perspective, en *Oxford Review of Economic Policy*, v.10, 1994, 49/67
- DEUTSCHE BUNDESBANK, Eigenmittelausstattung der Unternehmen ausgewählter EG-Länder im Vergleich, en *Monatsberichte* 10/1994, 73/88
- DIMS DALE, Nicholas, Banks, capital markets, and the monetary transmission mechanism, en *Oxford Review of Economic Policy*, v.10, 1994, 34/48
- EDWARDS, Jeremy and FISCHER, Klaus, *Banks, Finance and Investment in Germany*, Cambridge Univ Press, 1994
- FRANKS, Julian and MAYER, Colin, *Corporate control: A comparison of insider and outsider systems*, Working Paper, Londos Business School, 1994
- FUKAO, Mitsuhiro, *Financial Integration, Corporate Governance and the Performance of Multinational Companies*, The Brookings Institution, Washington DC, 1995
- HART, Oliver, *Firms, Contracts, and Financial Structure*, Oxford Univ Pres, 1995
- JENSEN, Michael, Takeovers: Their causes and consequences, en *Journal of Economic Perspectives*, v.2, 1988, 21/48
- JENSEN, Michael and MECKLING, William, Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, en *Journal of Financial Economics*, v.3, 1976, 305/360
- LAUX, Christian, *Kapitalstruktur und Verhaltenssteuerung*, Diss, Frankfurt a.M., 1995
- MANNE, Henry, Mergers and the market for corporate control, en *Journal of Political Economy*, v.73, 1965, 110/120
- MAYER, Colin, Financial systems, corporate finance, and economic development, en R.G. Hubbard (ed), *Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment*, The University of Chicago Press, 1990, 307/332
- MAYER, Colin and ALEXANDER, Ian, Banks and securities markets: Corporate financing in Germany and the United Kingdom, en *Journal of the Japanese and International Economies*, v.4, 1990, 450/475
- MYERS, Stewart, Determinants of corporate borrowing, en *Journal of Financial Economics*, v.5, 1977, 147/175
- MYERS, Stewart, The capital structure puzzle, en *Journal of Finance*, v.39, 1984, 575/592
- PROWSE, Stephen, Corporate governance in an international perspective: A survey of corporate control mechanisms among large firms in the U.S., U.K., Japan and Germany, en *Financial Markets, Institutions & Instruments*, v.4, 1995, 1/63
- RAJAN, Raghuram and ZINGALES, Luigi, What do we know about capital structure? Some evidence from international data, *NBER Working Paper* N° 4875, Cambridge MA, 1994
- RUTTERFORD, Janette, An international perspective on the capital structure puzzle, en J.M. Stern and D.H.Chew (eds), *New Developments in International Finance*, Blackwell, New York, 1988, 194/207
- SUSSMAN, Oren, Investment and banking: Some international comparisons, en *Oxford Review of Economic Policy*, v.10, 1994, 79/93