¿Neutralidad o influencia indirecta del sistema financiero sobre la estructura de capital de las empresas?

(Recibido: febrero/08–aprobado: agosto/08)

*Fernando Velázquez Vadillo**

*Walter Butze Aguilar***

Resumen

El objetivo es analizar la influencia indirecta del sistema financiero sobre la estructura de capital de las empresas, es decir, sobre su ritmo de inversión y como corolario, sobre el crecimiento de la economía. La influencia del sistema financiero sobre el comportamiento de financiamiento de las empresas es puesta en duda por trabajos importantes que muestran la similitud de las estructuras de financiamiento en medio ambientes financieros distintos. Para apoyar la no neutralidad del sistema financiero respecto a la inversión de las empresas planteamos un escenario en el que su influencia toma la vía indirecta del financiamiento interno, el cual permite a las empresas alcanzar el objetivo de independencia en un sistema financiero desarrollado. Sin embargo, al limitar la inversión al monto del financiamiento interno, la influencia del sistema financiero tendría la consecuencia negativa de reducir el ritmo de crecimiento de la economía.

Palabras clave: sistema financiero, estructura de financiamiento, crecimiento económico.

Clasificación JEL: G32.

* Profesor-Investigador del Departamento de Economía de la UAM-Azcapotzalco (fevevad@correo.azc.uam.mx).

** Profesor-Investigador del Departamento de Economía de la UAM-Azcapotzalco (baw@correo.azc.uam.mx)

Introducción

En 1988, Colin Mayer, en su célebre trabajo *New Issues in Corporate Finance*, pone en evidencia la no correspondencia entre las estructuras financieras de las empresas y las estructuras de los sistemas financieros. De manera más precisa, muestra que los mercados financieros tienen un aporte menor en el financiamiento de las empresas en los países en los que estos mercados están más desarrollados. Cuestiona así la correspondencia entre los comportamientos financieros y la estructura del sistema financiero (pesos relativos del sistema bancario y de los mercados financieros). Importantes trabajos posteriores confirman el planteamiento de Mayer y van más allá, al subrayar la similitud de las estructuras financieras de las empresas en países con sistemas financieros diferentes (Corbett-Jenkinson, 1997; Levine, 2000; Serletis, 2006). Así, las estructuras de financiamiento mostrarían la predominancia del autofinanciamiento y un aporte mínimo de la emisión de acciones y en general de los mercados financieros.

La estructura del sistema financiero no influiría entonces en el comportamiento de financiamiento de las empresas; no sería un determinante de su estructura de capital. Es decir, el resultado de Mayer hace aparecer a la estructura del sistema financiero como neutra respecto a la estructura de financiamiento de las empresas.

Nos preguntamos entonces cuál es el significado de esta aparente neutralidad de la estructura del sistema financiero, respecto a la estructura de capital de las empresas. ¿Significa que el sistema financiero no juega un papel en la determinación de la inversión de las empresas y en consecuencia en el ritmo de crecimiento de las economías? ¿Debe privilegiarse la causalidad inversa: Inversión–Decisión de financiamiento? “el financiamiento sigue ahí donde el crecimiento se da” (Robinson, citada por Levine, 1997) ¿Puede haber una explicación que justifique la importancia otorgada por numerosos estudios al sistema financiero en la determinación de la inversión y el crecimiento? Nosotros abogamos por esta última posibilidad. Para buscar elementos de apoyo nos basamos en el principio de que las decisiones de financiamiento de las empresas no pueden ser indiferentes a las características del medio ambiente financiero. Ahora bien, pueden plantearse de manera esquemática las dos posibilidades opuestas siguientes: “El sistema financiero es neutral respecto a las decisiones de financiamiento de las empresas” vs. “El sistema financiero tiene una influencia directa sobre la estructura de capital de las empresas”. Este último planteamiento implica que la estructura de capital de las empresas reproduce la estructura del sistema financiero. Una alternativa a estas dos opciones es la de la existencia de una influencia indirecta del sistema financiero

sobre el comportamiento de financiamiento de las empresas, lo cual no implica la coincidencia de ambas estructuras. Esta influencia indirecta se reflejaría en una participación creciente del financiamiento interno de las empresas cuando los mercados financieros se desarrollan.

El elemento inicial que planteamos es entonces el de una influencia indirecta del funcionamiento del sistema financiero, entendido como funcionamiento global, sobre el comportamiento de financiamiento de las empresas. Para sustentar este planteamiento, retomamos las características generales de la evolución constatada de los sistemas financieros, y subrayamos el deseo de independencia, como un incentivo fundamental en la explicación de la homogeneización de los comportamientos financieros de las empresas y de la aparente neutralidad del sistema financiero.

La búsqueda de independencia llevaría a las empresas a privilegiar el autofinanciamiento, pero esto tendría la consecuencia de limitar el crecimiento de la empresa y de la economía. La empresa aceptaría un ritmo de crecimiento menor a cambio del control total de sus decisiones.

Distinguimos en nuestro trabajo dos interpretaciones de la relación entre la estructura del sistema financiero y de capital de las empresas: una interpretación “tradicional” en la que el sistema financiero ejerce una influencia directa sobre la estructura de capital de las empresas y una interpretación “moderna”, en la cual la influencia del sistema financiero es indirecta. En una primera parte expondremos las características generales de estas interpretaciones. En el marco de la interpretación moderna, plantearémos nuestra interpretación de las consecuencias analíticas del resultado citado de Mayer sobre la relación estructura del sistema financiero-crecimiento económico.

En la segunda parte plantearémos dos distinciones conceptuales de los sistemas financieros representativas de la interpretación tradicional: la distinción Bank Based–Market Based (BB-MB), y la distinción Economía de Endeudamiento–Economía de Mercados Financieros (EE-EMF). Ambas construcciones conceptuales desembocan en la relevancia de la estructura del sistema financiero, respecto a la estructura de capital de las empresas. La primera establece las ventajas relativas de bancos y mercados financieros en el apoyo al crecimiento, brindándonos así pistas acerca de los medios a través de los cuales el sistema financiero contribuye a modelar la estructura de capital de las empresas. La segunda distinción nos permitirá introducir el concepto de tasa de autofinanciamiento y subrayar su importancia como elemento explicativo de la aparente neutralidad del sistema financiero.

Finalmente, en la tercera parte, plantearémos las características generales de la evolución de los sistemas financieros y utilizaremos el concepto del auto-

financiamiento como hilo conductor, ligado al incentivo de independencia, en nuestro análisis de la homogeneización de las estructuras financieras de las empresas y de la aparente neutralidad de la estructura del sistema financiero respecto a la estructura de capital de las empresas.

1. La relación entre la estructura del sistema financiero y la estructura de capital de las empresas

Hacer referencia a la influencia de la estructura del sistema financiero sobre la estructura de capital de las empresas, significa plantear la cuestión del impulso que el sistema financiero puede dar a la inversión de las empresas. Este sistema provee de recursos de financiamiento a las empresas para apoyar sus proyectos de inversión y su estructura reproduce la estructura del sistema financiero, en la cual predomina el método de financiamiento con mayor disponibilidad (básicamente, mayor facilidad de acceso y menor costo). La disponibilidad de recursos nos hace suponer qué motiva y facilita la decisión de inversión, por lo que podemos aseverar que influye en el ritmo de inversión y de crecimiento de la economía. El sistema financiero tiene una influencia directa en el volumen de inversión.

Cuando planteamos en cambio la no correspondencia de ambas estructuras, suponemos que la estructura del sistema financiero es neutra respecto a las decisiones de inversión de las empresas. En este caso, una multitud de combinaciones de financiamiento corresponderían a un ritmo dado de inversión. Alternativamente, una estructura de financiamiento similar correspondería a diferentes tasas de inversión. En ambos casos, el volumen de inversión sería indiferente a la estructura de su financiamiento. Esta última no influye en la realización de la inversión. El sistema financiero no juega un papel determinante en la inversión de las empresas y el crecimiento económico.

Los resultados de estudios que establecen la similitud de estructuras financieras en diferentes países, sugieren que el sistema financiero es neutro respecto al comportamiento de financiamiento de las empresas.

Para apoyar el primero de estos escenarios, es decir, que el sistema financiero juega un papel importante en la decisión de inversión de las empresas, podemos plantear una interpretación alterna fundada en el nivel de desarrollo del sistema financiero y en particular de los mercados financieros: este sistema ejerce una influencia indirecta sobre la estructura de capital de las empresas y por esta vía sobre el crecimiento. La neutralidad del sistema financiero, a la que parecen conducir los estudios que establecen la similitud de estructuras financieras de diferentes países, sería sólo aparente: los Mercados Financieros (MF) desarrollados favorecen el objetivo de independen-

cia de las empresas, lo que se refleja en un autofinanciamiento elevado y creciente. En esta interpretación, la influencia de los MF sobre la inversión de las empresas resultaría ser negativa para el crecimiento, ya que las posibilidades de inversión de las empresas están limitadas por la disponibilidad de recursos internos.

Procedemos a exponer enseguida las interpretaciones de la relación entre el sistema financiero y la estructura de financiamiento de las empresas, en las que el primero tiene una influencia directa o indirecta (y una aparente neutralidad), las cuales corresponden a las que denominaremos: “Interpretación Tradicional” e “Interpretación Moderna”, mismas que se tratan respectivamente a continuación en los apartados siguientes.

1.1 La mutua determinación de la estructura del sistema financiero y de la estructura de capital de las empresas: La interpretación “Tradicional”

La empresa cubre sus requerimientos de financiamiento externo mediante el sistema financiero. En su elección del modo de financiamiento, la disponibilidad relativa de los diferentes tipos de recursos aparece como un argumento esencial. Esta “disponibilidad” de los recursos debe entenderse como “posibilidades de acceso”, en las cuales el costo juega un papel fundamental junto con la rapidez de obtención de los recursos.

La disponibilidad difiere entre los medios de financiamiento y está relacionada con las características estructurales de los sistemas financieros: un sistema bancario moderno y preponderante, facilita el acceso de las empresas al crédito bancario; de la misma manera, mercados financieros desarrollados, líquidos y profundos, pueden proveer rápida y sistemáticamente de recursos a las empresas. En ambos casos el costo del financiamiento se supone adecuado, gracias a la eficiencia alcanzada por los bancos o los mercados financieros.

Puesto que el costo es un elemento esencial de la disponibilidad de una fuente de financiamiento, podemos reforzar el argumento anterior que establece una relación entre estructura del sistema financiero y estructura de financiamiento de las empresas, haciendo referencia a las proposiciones de la teoría jerárquica de Myers. Según la cual, la estructura de capital de las empresas es el resultado acumulado de decisiones individuales de financiamiento y refleja la elección de la fuente más barata disponible al momento de realizar una inversión. No sería entonces una estructura de capital óptima (un porcentaje de endeudamiento que minimiza el costo promedio de financiamiento) la que guía las decisiones de financiamiento de la empresa, sino la elección del medio de financiamiento de menor costo según la jerarquía indicada por Myers (1982): las utilidades retenidas son preferidas al

financiamiento externo y la deuda es preferida al capital. Esta jerarquía de costos es independiente de la estructura del sistema financiero, pero puede diferir entre las empresas según sus circunstancias particulares. Concretamente, una empresa muy endeudada puede encontrar prohibitivo la emisión de nueva deuda viéndose obligada a recurrir al financiamiento mediante capital. La idea que queremos retener es que la elección, por parte de la empresa, repercutirá necesariamente en el nivel de actividad del sistema bancario o de los mercados financieros.

De manera más general, es claro por ejemplo, que la distribución de crédito necesita para su realización de una demanda previa; también es evidente que el financiamiento en los mercados de acciones y obligaciones obedece a la decisión de emisión de títulos por parte de la empresa. Las preferencias de financiamiento de las empresas, plasmadas en su estructura de capital, fundamentan entonces el peso relativo de las fuentes de financiamiento en el sistema financiero.

Resumiendo las proposiciones anteriores, planteamos que desde la perspectiva de la empresa, la disponibilidad de una fuente de financiamiento es un requisito para su utilización y que esta disponibilidad se encuentra ligada al desarrollo y al peso relativo de cada fuente de financiamiento en el sistema financiero, es decir, a la estructura del sistema financiero. Al mismo tiempo, esta importancia relativa reflejaría las decisiones de las empresas.

En una visión tradicionalmente aceptada entonces, la importancia relativa de las fuentes de financiamiento, en el sistema financiero y en la estructura de capital de las empresas, son coincidentes y por lo tanto puede plantearse la hipótesis de una mutua determinación entre ambas. Es esta interpretación de la relación entre la estructura del sistema financiero y la estructura de capital de las empresas a la que llamamos aquí tradicional.

Dicha interpretación se caracteriza por ser una visión dicotómica, en la que bancos y mercados financieros realizan funciones sustitutivas, en la que se establece una relación de determinación sistémica entre estructura del sistema financiero y estructura de financiamiento de las empresas, y en la que la estructura del sistema financiero contribuye a modelar de manera directa la estructura de capital de las empresas.

Por otra parte, el análisis teórico reciente de la influencia de la estructura del sistema financiero sobre el crecimiento económico, concluye con la importancia de la calidad del funcionamiento global del sistema financiero y la irrelevancia de la estructura del sistema financiero. Procedemos en el punto siguiente, en el marco de la interpretación moderna, a exponer algunas consideraciones analíticas en relación con este planteamiento teórico.

1.2 Neutralidad aparente de la estructura del sistema financiero. La interpretación moderna de la relación estructura del sistema financiero–estructura de capital de las empresas

Los últimos desarrollos teóricos sobre la relación entre la estructura del sistema financiero y el crecimiento económico, superan la visión dicotómica de los sistemas financieros a favor de una interpretación unificada: no es la preponderancia de bancos o mercados financieros, sino la calidad general del funcionamiento del sistema financiero y del sistema legal la que determina la facilidad de acceso de las empresas a los recursos de financiamiento.

Los resultados de importantes trabajos empíricos que prolongan el análisis inicial de Mayer, apoyan esta última interpretación. Corbett-Jenkinson (1997), Levine (2000) y Serletis (2006), concluyen que las estructuras de financiamiento de las empresas de diferentes países son similares, aun cuando la estructura de su sistema financiero difiere. Las características del financiamiento de las empresas que se establecen como comunes son: la preponderancia del financiamiento interno, la reducida utilización de deuda y una contribución mínima o negativa de la emisión de acciones. Este planteamiento significa que el comportamiento de financiamiento de las empresas no refleja las características estructurales del sistema financiero y sugiere que la estructura de tal sistema es neutra respecto a la estructura de capital de las empresas, es decir, respecto al financiamiento de su inversión.

Para apoyar la tesis contraria, es decir, la de una necesaria influencia del sistema financiero sobre el comportamiento de financiamiento de las empresas, podemos hacer la siguiente comparación analítica: nos referiremos enseguida a la tesis de neutralidad de Modigliani y Miller (1958), establecida a nivel microeconómico y la ligaremos a la neutralidad eventual de la estructura de capital de las empresas respecto a la estructura del sistema financiero.

Si aceptamos la neutralidad del sistema financiero, es decir, que dicha estructura y la estructura de capital de las empresas no están ligadas, entonces la tesis microeconómica de Modigliani y Miller sobre la neutralidad de la estructura de financiamiento respecto al valor de la empresa tendría un corolario idéntico a nivel macroeconómico: la estructura del sistema financiero es neutra respecto al valor de la economía (crecimiento). El valor de la economía puede, en efecto, identificarse a su tasa de crecimiento; puesto que esta última se apoya en los recursos de financiamiento y el origen de estos recursos, es decir, la estructura del sistema financiero, no influye en esa tasa de crecimiento, esta estructura resulta ser neutra respecto al valor de la economía.

Podemos avanzar críticas a este planteamiento que son similares a que se hacen a la tesis de Modigliani y Miller (MM).

Esta tesis se obtiene sobre la base de supuestos simplificadores (información perfecta, ausencia de costos fiscales y de quiebra) y contradice la práctica cotidiana las empresas que buscan activamente mejorar su rentabilidad mediante de la elección cuidadosa de sus medios de financiamiento. Es la constatación de esta práctica cotidiana la que fundamenta análisis posteriores, que al incluir elementos reales determinantes del costo del financiamiento (costos fiscales, de quiebra, de información, de transacción), admiten la importancia de las decisiones de financiamiento en la rentabilidad de la empresa (Modigliani y Miller, 1963).

De manera similar, el resultado de Mayer (1988) referido a los EUA, RU, Japón, Francia y Alemania en el periodo 1970-1985, que plantea la no correspondencia entre las estructuras del sistema financiero y de capital de las empresas, así como los planteamientos de autores subsecuentes que apoyan la homogeneidad de las estructuras de financiamiento en medios ambientes financieros diferentes, se obtienen a partir de situaciones específicas. En particular, esos resultados se consiguen de países del más alto nivel de desarrollo que presentan tasas de crecimiento similares en el largo plazo y de datos contables homogéneos, establecidos en términos de flujos de financiamiento netos.

Bajo estas circunstancias la estructura del sistema financiero aparece como neutra respecto a la estructura de financiamiento de las empresas. Sin embargo, este resultado contradice la práctica cotidiana de las empresas, las cuales toman del medio ambiente financiero los recursos necesarios para realizar su inversión. La disponibilidad relativa de los medios financieros juega un papel en su estructura de financiamiento. La mutua determinación de la estructura del sistema financiero y de capital de las empresas mantiene su vigencia práctica. Este planteamiento nos conduce, tal como sucede con la tesis de MM a nivel microeconómico, a refutar la idea de una indiferencia de la estructura del sistema financiero respecto al comportamiento de financiamiento de las empresas.

Nos parece que una interpretación correcta es la de una neutralidad aparente del sistema financiero, el cual ejerce una influencia indirecta sobre la estructura de capital de las empresas.

La mutua determinación y aparente neutralidad de la estructura del sistema financiero respecto a la estructura de capital de las empresas no son contradictorias. Al desarrollarse, la influencia del sistema financiero cambia de naturaleza: se muda en una relación indirecta y de ese hecho, más compleja. En esta mutación de la naturaleza de la relación entre ambas estructuras juega un papel importante el deseo de independencia de la empresa, que desemboca en el fortalecimiento del autofinanciamiento.

Recordemos que en el análisis teórico más reciente, es la calidad del medio ambiente financiero la que es relevante y no la vía preponderante de financiamiento: bancos o mercados financieros (Levine, 2002). Es esta “calidad” del medio ambiente financiero la que contribuye indirectamente a modelar el comportamiento de financiamiento de las empresas.

Este planteamiento corresponde a la interpretación que aquí llamamos moderna, sobre la relación entre estructura del sistema financiero y estructura de capital de las empresas.

La interpretación plantea una visión unificada de bancos y mercados financieros, en la que ambos elementos del sistema realizan funciones complementarias, y en la que la relación de mutua determinación de las estructuras del sistema financiero y de capital de las empresas aparece como una relación en la que la estructura del sistema influye el comportamiento de financiamiento de las empresas y en consecuencia su actividad de inversión, de una manera indirecta.

Para exponer más ampliamente esta hipótesis, que nos permite proponer elementos de análisis de la aparente neutralidad de la estructura del sistema financiero, respecto al comportamiento de financiamiento de las empresas, requerimos primero precisar el papel que el análisis teórico otorga a los bancos y a los mercados financieros en el apoyo al crecimiento (y en consecuencia en el financiamiento de las empresas). También debemos mostrar el rol del autofinanciamiento en la demanda, por parte de la empresa, de recursos de financiamiento al sistema financiero. Plantaremos estos elementos analíticos mediante de la presentación de dos distinciones conceptuales, que se sitúan en la perspectiva de la interpretación tradicional, en el punto siguiente.

2. Las ventajas relativas de bancos y mercados financieros y el papel del autofinanciamiento

La relación que estudiamos entre las estructuras del sistema financiero y de capital de las empresas se inscribe en el ámbito de la relación entre la estructura del sistema financiero y el crecimiento económico. Esta última relación se sitúa, a su vez, en el marco más general del estudio de la relación entre el sistema financiero y el crecimiento económico.

La influencia del sistema financiero sobre el crecimiento económico pasa por el otorgamiento de recursos de financiamiento a las empresas. Estos recursos, provenientes de bancos o de los mercados financieros presentan a las empresas facilidades de acceso diferentes según las características estructurales del sistema en cuestión.

Este principio analítico permite establecer, a partir del análisis teórico que distingue los sistemas financieros en BB-MB, las ventajas y desventajas relativas de los bancos y de los mercados financieros en el aporte de recursos de financiamiento a las empresas (apartado 2.1).

Por su parte, la distinción conceptual de los sistemas financieros entre EE-EMF, pone en evidencia la importancia del autofinanciamiento en la demanda de recursos de la empresa al sistema financiero (apartado 2.2).

2.1 Ventajas y desventajas relativas de los bancos y de los mercados financieros en el aporte de recursos de financiamiento a las empresas

La distinción conceptual de los sistemas financieros entre los sistemas BB-MB, hace referencia respectivamente, a los sistemas financieros en los que predominan los bancos o los mercados financieros.

La función básica del sistema financiero es la de facilitar la transmisión de recursos de financiamiento desde los ahorradores hasta las empresas, apoyando de esta manera el crecimiento económico. Esta función básica puede descomponerse en tres funciones: 1) movilización y asignación del ahorro, 2) adquisición de información y 3) administración del riesgo.

Estas funciones son determinantes de la disponibilidad de recursos de financiamiento para las empresas y son realizadas preponderantemente por los bancos y por los mercados financieros, respectivamente, en los sistemas BB y MB.

Esta distinción conceptual estudia qué tipo de institución financiera, bancos o mercados financieros, es mejor en la promoción del crecimiento económico, lo que conduce naturalmente a tratar de identificar las ventajas relativas del financiamiento mediante bancos y mercados financieros. Es este aspecto de la distinción conceptual BB-MB que nosotros retomaremos aquí.

Basándonos en la exposición de esta distinción que hace Levine (2002), presentamos enseguida las ventajas y desventajas del financiamiento del sistema bancario y de los mercados financieros. Este análisis se realiza desde la perspectiva de las funciones básicas que debe realizar el sistema financiero. Nuestro objetivo es mostrar vías de influencia del sistema sobre el comportamiento de financiamiento de las empresas. Esta influencia obedece a distintos incentivos: ventajas pecuniarias, libertad de decisión, facilidad de renovación de los recursos, dispersión del riesgo, etcétera que aportan las distintas vías de financiamiento a las empresas y que sustentan la elección por la empresa de su estructura de financiamiento.

La función de los bancos como medios de financiamiento preponderante presenta las ventajas y desventajas siguientes:

Ventajas

- 1) Los bancos, gracias a la relación bilateral que se instala con los clientes, pueden acceder a información privilegiada sobre la rentabilidad de los proyectos y asegurar así planes de financiamiento a largo plazo.
- 2) Esta relación bilateral explica también que los bancos puedan monitorear adecuadamente el desarrollo de los proyectos que financian. Además, los bancos tienen economías de escala en los costos de monitoreo: al aumentar el número de empresas monitoreadas el costo por empresa se reduce. Esta característica contribuiría a reducir el costo del financiamiento bancario.
- 3) El control del gobierno corporativo por los bancos es más eficiente, dada la reducción en la asimetría de información entre cliente y banco que es permitida por la relación bilateral que se establece.
- 4) Los bancos pueden facilitar la administración del riesgo mediante de una reducción de los costos de transacción: las economías de escala les permiten reducir el costo de las transacciones ligadas a la diversificación de portafolios de sus clientes, reduciendo así el riesgo cruzado (*cross-sectional risk*), que es el riesgo en un momento dado del tiempo. También y más específicamente, los bancos contribuyen a reducir el riesgo mediante el escalonamiento intertemporal de riesgos que no pueden diversificarse en un momento dado. Esta actividad se refiere básicamente a las consecuencias de choques macroeconómicos. Los bancos pueden suavizar las consecuencias de estos choques gracias a sus amplias reservas de activos sin riesgo (un ejemplo serían las inversiones en títulos del gobierno).

Desventajas

- 1) El acceso a información privilegiada sobre la rentabilidad de los proyectos que financian, fortalece el poder de negociación de los bancos frente a la empresa financiada. Esto les permite obtener una fracción elevada de los beneficios de las empresas (fenómeno de *hold-up*), lo que orilla a las empresas a no emplearse en proyectos de elevada calidad y de alto riesgo. Una estrecha relación bilateral puede así representar para la empresa un costo de financiamiento superior al de otras empresas.
- 2) Los bancos tienden a privilegiar los proyectos seguros aun cuando su rentabilidad sea reducida. La consecuencia es que los proyectos de alto riesgo, principalmente los referidos a innovaciones tecnológicas que son fundamentales para el crecimiento y que tienen una elevada rentabilidad, dejan de ser financiados.

En palabras de Aglietta (1995), “La economía sufre una falta de crecimiento por la incapacidad de los bancos a traspasar la incertidumbre”. La relación bilateral no se traduce entonces necesariamente en un mayor crecimiento.

- 3) Los bancos pueden aliarse con los dirigentes de las empresas financiadas para evitar la realización de Ofertas Públicas de Adquisición (OPA). De esta manera afectan la calidad del control corporativo, la creación de nuevas empresas y el crecimiento.

Por su parte, los MF presentan también ventajas y desventajas en su función de financiamiento. Entre las ventajas mencionaremos las siguientes:

- 1) Los MF son proveedores de instrumentos de cobertura contra el riesgo. Fomentan así la participación de inversionistas individuales y permiten la diversificación del riesgo en un punto del tiempo (dispersión cruzada del riesgo).
- 2) Los MF desarrollados permiten seleccionar adecuadamente proyectos innovadores de alto riesgo. Son particularmente efectivos en aquellas industrias en las que existe poca información sobre la rentabilidad probable de los proyectos, gracias al agrupamiento de inversionistas que permiten.

Entre las desventajas se encuentran:

- 1) Los MF desarrollados pueden provocar un desinterés en la recolección de información referente a la rentabilidad de las empresas, ya que la divulgación instantánea de información desincentivaría a los inversionistas individuales a participar en la búsqueda y acumulación de información. Los mercados financieros dificultan así la identificación de proyectos innovadores y rentables.
- 2) Los MF desarrollados conducen a los inversionistas a no interesarse suficientemente en el manejo de las empresas en las que invierten, ya que los mercados líquidos les permiten deshacerse rápidamente de un título poco rentable. En consecuencia, el control corporativo, la eficiencia de las empresas y el crecimiento económico se ven afectados.
- 3) Los MF sufren de importantes asimetrías de información entre los dirigentes de empresas y los inversionistas potenciales. Esto limita la eficiencia de las OPA, que aparecen como mecanismos de control corporativo, ya que las ventajas en la información permiten a los dirigentes mejorar las propuestas de compra eventuales de los inversionistas potenciales.

Las ventajas y desventajas del financiamiento mediante bancos e intermediarios financieros aportan pistas sobre la manera como el sector financiero influye en el comportamiento de financiamiento de las empresas al brindarles diferentes servicios colaterales, por ejemplo, rapidez de renovación de créditos, dispersión de riesgos en inversiones de innovación tecnológica; o al contrario, al presentar ciertas desventajas: elevado poder de negociación de los bancos, imposibilidad de planes de financiamiento a largo plazo o inseguridad en la retención de los beneficios de los proyectos en los mercados financieros. Las ventajas y desventajas expuestas de bancos y mercados financieros, también permiten elucidar ciertas vías de explicación de la relación Autofinanciamiento Elevado–Mercados Financieros Desarrollados. Estos elementos, conjuntamente con el papel importante del autofinanciamiento en la utilización de financiamiento externo por la empresa, el cual introducimos a continuación, nos permitirán discutir, en la última parte de este trabajo, la eventual influencia indirecta del sistema financiero sobre el comportamiento de financiamiento de las empresas.

2.2 Importancia del autofinanciamiento en la demanda de recursos de la empresa al sistema financiero. La distinción Economía de Endeudamiento-Economía de Mercados Financieros

La distinción conceptual EE-EMF tiene su origen en el planteamiento de Hicks, quien estableció una clasificación entre las economías a partir de la forma predominante de financiamiento de las empresas (Renversez, 2000). Esta clasificación distingue a las Economías de Deuda (*Overdraft economy*), en las que las empresas se financian principalmente mediante crédito bancario, y las Autoeconomías (*Autoeconomy*) donde las empresas se financian esencialmente por la emisión de títulos en los mercados financieros.

Esta distinción inicial fue desarrollada posteriormente en Francia en donde se profundizó en el estudio del primer tipo de economías, las economías financiadas por crédito. Éstas se denominan desde entonces economías de endeudamiento, el cual es un concepto que establece una relación entre la utilización del crédito bancario por las empresas y el financiamiento que el banco central concede a los bancos comerciales y que en este contexto se conoce como refinanciamiento.

La importancia del crédito bancario en el financiamiento de la inversión de las empresas en este tipo de economías refleja la predominancia del sistema bancario en el sistema financiero. La importante utilización por parte de las empresas del crédito bancario se funda en la existencia de una reducida tasa de autofinanciamiento, es decir, en una pequeña participación del ahorro de las empresas

(utilidades retenidas más depreciación) en sus gastos de inversión. Esto exige la utilización importante del financiamiento externo el cual toma la forma de crédito bancario. Este crédito aparece en este esquema como un elemento necesario a la actividad de inversión, dada la reducida tasa de autofinanciamiento (65% para Francia en promedio en los años 80) (Renversez, 2001). Esta tasa aumenta en los 90 y alcanza un nivel superior a 100% en 1998, aunque se reduce a 70% en 2006.

En una economía de MF las empresas se financian externamente principalmente mediante la emisión de títulos, lo que refleja un importante desarrollo de los MF. En estas economías el autofinanciamiento de las empresas es elevado y constituye (por cierto, como en las Economías de Endeudamiento) la principal fuente de financiamiento (el autofinanciamiento en la primera mitad de los años noventa representó alrededor de 90% de la inversión en los EUA y el RU (Renversez, 2000). La utilización del crédito bancario se reduce al financiamiento de los activos de explotación y tiene un carácter complementario en el financiamiento de los activos fijos.

El concepto de Economía de Endeudamiento toma relevancia por la relación que permite establecer entre el monto de crédito distribuido por los bancos comerciales y el financiamiento (refinanciamiento), que éstos obtienen del banco central. Dicho monto es importante en este tipo de economías y está determinado por una relación causal que va del crédito distribuido al monto del refinanciamiento. Es decir, un mecanismo de divisor de crédito (masa monetaria a base monetaria) se establece, en el que el monto generado de Base Monetaria es un divisor del crédito previamente distribuido. Los bancos distribuyen crédito que responde a las necesidades de inversión de las empresas, dada la insuficiente tasa de autofinanciamiento, y se refinancian *a posteriori* ante el banco central (Renversez, 2001).

La importancia del peso relativo del sistema bancario y de los mercados financieros en la estructura del sistema financiero está entonces, en este esquema teórico, determinada en gran medida por las prácticas de financiamiento de las empresas.

La estructura de financiamiento de las empresas obedece, según los esquemas teóricos expuestos, por una parte, a los diferentes incentivos que presentan a las empresas el financiamiento mediante bancos o mercados financieros, pero también y de una manera tal vez más fundamental, a la posibilidad de cubrir con recursos generados internamente sus necesidades de inversión.

A continuación, retomaremos elementos de estos esquemas teóricos del funcionamiento de los sistemas financieros, para examinar vías de respuesta a la interrogante de la neutralidad de la estructura del sistema financiero sobre la estructura de capital de las empresas.

3. El desarrollo de los sistemas financieros y el comportamiento de financiamiento de las empresas

Los esquemas teóricos BB-MB y EE-EMF, expuestos en el punto anterior, nos proporcionan elementos importantes para nuestro análisis. Dos son de orden general: a) la determinación sistémica de las prácticas de financiamiento y de la estructura del sistema financiero, b) la relación directa entre el nivel del autofinanciamiento de las empresas y el desarrollo de los MF. Dos elementos más son de orden particular: c) la posibilidad abierta a los inversionistas por MF desarrollados y líquidos de negociación inmediata de sus participaciones en el capital de las empresas, y d) el poder de negociación de los bancos que surge del hecho de la relación bilateral que establecen con sus clientes.

Enseguida planteamos una secuencia de observaciones que incluyen esos elementos y que nos permiten analizar la hipótesis de una influencia indirecta del sistema financiero sobre la estructura de capital de las empresas, es decir, sobre su ritmo de inversión y como corolario, sobre el crecimiento de la economía.

Una advertencia, sin embargo, se impone: nuestro objeto de análisis parte de los resultados de importantes estudios, los cuales muestran que en los países con los MF más desarrollados, las empresas cubren la cuasi-totalidad de su inversión con recursos generados internamente (Mayer, 1988; Corbett-Jenkinson, 1997 Serletis, 2006). Estos resultados conducen al planteamiento siguiente: la oferta de recursos de financiamiento, que motiva la aparición y el desarrollo de los mercados financieros, conduce a la desaparición de su razón de ser. En un estadio de elevado desarrollo de los mercados financieros, las empresas se independizan del sistema financiero y autofinancian su inversión. Esta proposición es, sin embargo, sólo aparente ya que los mercados sustentan la posibilidad de las empresas de autofinanciarse. Las empresas privilegian para ello las funciones de los mercados financieros relativas a la valoración y liquidez de los activos así como la dispersión de riesgos. La mutua determinación del sistema financiero y de las prácticas de financiamiento de las empresas permanece, pero de una manera indirecta.

Es pertinente subrayar que los resultados que permiten este análisis difieren radicalmente de los obtenidos por otros autores y la relación entre el elevado autofinanciamiento y el desarrollo de los mercados financieros, a la cual tratamos de aportar elementos de análisis, continúa siendo un enigma a descifrar. Mientras no existan metodologías y test definitivos y homogéneos para evaluar el comportamiento financiero de las empresas, estaremos obligados a situarnos en el nivel del planteamiento conjetural. Es bajo esta advertencia que nos permitimos avanzar la siguiente relación de observaciones:

- 1) Se ha constatado en diferentes países la coexistencia de elevadas tasas de autofinanciamiento y de MF desarrollados (RU, EUA, principalmente). También se observa que en aquellos países en los que los bancos son predominantes, el autofinanciamiento de las empresas es reducido (Francia, Alemania, Japón). (Señalemos que Japón es un caso particular, ya que presenta MF muy desarrollados, aun cuando la vía preponderante de financiamiento la constituye el sistema bancario). Puede, sin embargo, plantearse que la existencia de altas tasas de autofinanciamiento está ligada a la presencia de mercados financieros desarrollados. Levine (1997) señaló ya, como un ejemplo de la complejidad de la relación entre estructura del sistema financiero y estructura de capital de las empresas, esta relación directa que se establece entre el nivel del autofinanciamiento y el desarrollo de los mercados financieros.
- 2) Un cierto patrón de evolución en la relación entre el nivel de desarrollo y la estructura del sistema financiero puede constatararse en estudios comparativos entre países. Como lo señala Demetriades (2004):

Pareciera que un sistema financiero basado en la preponderancia del sistema bancario es la regla cuando el nivel de desarrollo es reducido. El desarrollo de los Mercados Financieros acompaña el desarrollo económico y son preponderantes en la estructura de los sistemas financieros más desarrollados.

Los sistemas financieros evolucionan entonces a través de diferentes estadios de desarrollo. Rybczinski (1997), distingue tres fases en esta evolución: Bancos, Mercados, *Securitización*. En ellos dominan respectivamente, los bancos, los mercados financieros y los inversionistas institucionales (Fondos de Pensiones, Compañías de Seguros y Fondos Mutualistas). En este último estadio la predominancia de los inversionistas institucionales se sustenta en el funcionamiento de MF que han alcanzado el más alto nivel de desarrollo. Algunos de los argumentos avanzados para explicar esta secuencia en la evolución de los sistemas financieros son los siguientes (Berglof y Bolton, 2004): los bancos (dada la supervisión de que son objeto), pueden ejercer un mejor control sobre los contratos de financiamiento y proteger así los derechos de los participantes en una relación de financiamiento, cuando los sistemas contables y legales que apoyan el respeto de los contratos están poco desarrollados. Asimismo, el funcionamiento eficiente de los MF, que se refleje en costos razonables para las empresas, exige un nivel de profundidad y liquidez que sólo se alcanza en economías suficientemente desarrolladas. El desarrollo de la economía real permite la modernización de los mercados financieros y el desarrollo de tecnologías

que favorecen la presencia de personal capacitado para apoyar el funcionamiento de los mercados financieros. Debe, sin embargo, tomarse en cuenta que la evolución de los sistemas financieros no tiene necesariamente por estadio último, la estructura de MF (Aglietta, 1995).

- 3) Mercados financieros más desarrollados no implican necesariamente un mayor financiamiento para las empresas. En los países con mercados financieros más desarrollados (RU, EUA), el crecimiento de éstos no aporta una mayor participación en el financiamiento de la inversión de las empresas, al contrario, su contribución se reduce y puede ser negativa (Mayer, 1988; Corbett-Jenckinson, 1997; Serletis, 2006 Levine, 2000).
- 4) Por otra parte, los estudios comparados de la estructura del sistema financiero muestran que cuando la economía se desarrolla puede observarse una modificación de los comportamientos de financiamiento de las empresas, desde un financiamiento basado en el crédito bancario hacia un financiamiento basado en los MF. Este proceso se acompaña de un creciente financiamiento interno. En un estadio de elevado desarrollo del sistema financiero (*Securitización*) y en particular de los mercados financieros, la presencia del autofinanciamiento se refuerza y domina de manera absoluta la estructura financiera de las empresas (EUA: 100%, RU: 105%, en promedio en el periodo 1970–1985) (Serletis, 2006). Esta característica se observa también cuando se comparan países en desarrollo y países desarrollados. La progresión económica, que se acompaña del desarrollo de los mercados, se traduce en una mayor participación del autofinanciamiento (Singh, 1992).
- 5) El desarrollo de los mercados fundado en la transmisión de recursos de financiamiento generaría la desaparición de su objeto. Esta proposición es sin embargo sólo aparente, los mercados sustentan la posibilidad de las empresas de autofinanciarse.
- 6) La evolución de los sistemas financieros se fundamenta en un desarrollo paralelo del sistema financiero y de las prácticas financieras, que incrementa la eficiencia de la actividad de financiamiento del sistema financiero, y optimiza los procesos de planificación de la inversión y del financiamiento de las empresas.
- 7) Respecto a este último punto, la modernización de las prácticas financieras, acompañadas de instrumentos tecnológicos avanzados ligados a la informática y a las comunicaciones, permiten a la empresa moderna desarrollar una actividad de búsqueda y evaluación de inversiones sistemática continua. Este fenómeno está ligado a una competencia exacerbada en los mercados y resulta en procesos de planeación financiera óptimos, los cuales permiten la estabilización del ritmo de inversión y en consecuencia de las necesidades de financiamiento.

- 8) En un nivel de desarrollo avanzado, las empresas se situarían en un ritmo de inversión estable que satisfaría una rentabilidad esperada. El deseo de independencia se vuelve entonces prioritario: la empresa no recurre al sistema bancario que impone su poder de negociación, tampoco recurre a la emisión de acciones título de financiamiento y de propiedad que obliga a los dueños originales a compartir las decisiones y beneficios de la empresa. Al contrario, las acciones reducen su participación ya que las empresas recompran sus propias acciones para concentrar el control de la empresa en los inversionistas iniciales, al mismo tiempo que evitan la realización de OPA hostiles.
- 9) La progresión del autofinanciamiento refleja este objetivo de independencia. La *pecking order theory* puede entonces interpretarse como una jerarquía ligada al deseo de independencia. En un sistema financiero donde los bancos predominan, éste objetivo es inalcanzable a causa de su gran poder de negociación. En cambio, en un sistema financiero en el que los mercados financieros están muy desarrollados, las empresas, dada la profundidad y liquidez de los mercados, tienden a servirse de la emisión de títulos de capital para alcanzar un grado de desarrollo y de rentabilidad que les permita posteriormente, por medio de la recompra de acciones, aumentar su independencia.
- 10) La estructura del sistema financiero ejercería entonces una influencia indirecta en el comportamiento de financiamiento de las empresas. Los mercados financieros desarrollados, al facilitar a la empresa la concentración de la propiedad y la obtención de una tasa de rentabilidad aceptable, fomentan su independencia respecto al sistema financiero. El resultado es una estructura de financiamiento en el que el autofinanciamiento representa la cuasi-totalidad de los recursos de financiamiento de las empresas.
- 11) Dado que el autofinanciamiento se define como la relación de los recursos generados internamente (básicamente utilidades retenidas) y el monto de inversión, un ritmo de inversión creciente no es compatible con un autofinanciamiento cercano a 100%. Por definición entonces, tasas elevadas de autofinanciamiento implican un ritmo de inversión estable. La empresa limita su inversión al privilegiar el autofinanciamiento. El deseo de independencia generaría así un costo de oportunidad, y la influencia indirecta del sistema financiero, sobre el comportamiento de financiamiento de las empresas, resultaría en una reducción del ritmo de crecimiento económico.

La negociabilidad de los títulos y la facilidad de transmisión de la propiedad de las empresas permitida por MF desarrollados, así como la óptima planeación financiera (estimación de montos futuros de inversión y financiamiento), favore-

cen la independencia de la empresa respecto a los proveedores de financiamiento. Este objetivo nace del deseo natural de propiedad absoluta y de la exigencia de libertad total en la toma de decisiones que lo acompaña, por parte de los creadores de la empresa. Los bancos y los MF no jugarían más el papel de intrusos que comparten el beneficio y el destino de la empresa.

Con el desarrollo elevado de los MF y en un medio ambiente en el que la asimetría de información es la regla, la mutua determinación del sistema financiero y de la estructura de capital de las empresas se trastoca en una influencia indirecta, en la que el sistema financiero facilita el autofinanciamiento, limitando por esta vía la inversión de la empresa y el crecimiento de la economía. Señalemos que la teoría contemporánea justifica la utilización del financiamiento interno mediante dos argumentos: a) la asimetría de información existente entre administradores y accionistas, que reduce la rentabilidad de la empresa; y b) el costo elevado del financiamiento externo como consecuencia de la información asimétrica y de los costos de agencia (Allen y Gale, 2001: 15).

3.1 Nota sobre las metodologías de análisis estadístico

El análisis expuesto en este trabajo se articula sobre resultados obtenidos a partir de metodologías específicas de medición, concretamente sobre datos de flujos de financiamiento netos, de costos de financiamiento y referidos a la nueva inversión.

Nos parece entonces necesario presentar algunas consideraciones sobre las metodologías utilizadas en el estudio del tema que nos ocupa. Levine señaló en su importante artículo (1997) la necesidad de diseñar mecanismos adecuados de análisis, mientras Barclay (2004) nos recuerda que hasta ahora no existen *test* conclusivos sobre el comportamiento de financiamiento de las empresas.

Por estas razones, diferentes metodologías de tratamiento de datos conducen a resultados diferentes: Hacketal-Schmidt (2003) por ejemplo, utilizando flujos de financiamiento brutos concluyen que la distinción BB-MB es pertinente, es decir, que la estructura de capital de las empresas refleja la estructura del sistema financiero (sin embargo, esta conclusión se basa en el rechazo a un supuesto contable que indican sostiene la preponderancia del financiamiento: la deuda sirve en primer lugar a rembolsar la deuda anterior, mientras que el autofinanciamiento fluye enteramente a la inversión); Mayer (2004) al presentar una metodología original de análisis, centrada en el financiamiento de proyectos de inversión puntuales de la empresa, concluye que el financiamiento interno no es preponderante y que la deuda juega el papel principal en el financiamiento. Es decir, como lo señalamos anteriormente, que mientras no se establezcan *test* conclusivos, homogéneos, para estudiar el comporta-

miento de financiamiento de las empresas, los trabajos sobre este tema conducirán a resultados diferentes, incluso contradictorios y las construcciones analíticas, como la que exponemos, no podrán tener más que un carácter conjetural.

Conclusiones

Diversos estudios muestran la existencia de estructuras de financiamiento similares en sistemas financieros con distinta estructura, conduciendo así a la cuestión de la neutralidad del sistema financiero respecto al comportamiento de financiamiento de las empresas. Dos escenarios se plantean entonces: neutralidad del sistema financiero o influencia del sistema financiero respecto a las decisiones de financiamiento (y de inversión) de la empresa. En este caso apoyamos este último escenario, para lo cual planteamos un escenario alternativo: el sistema financiero influye de manera indirecta el comportamiento de financiamiento de las empresas y ello orienta ese comportamiento al esquema constatado por los trabajos que muestran la similitud de la estructura de financiamiento de empresas en diferentes países: predominancia del autofinanciamiento, aporte mínimo o negativo de la emisión de acciones. La neutralidad del sistema financiero no sería más que aparente.

Propusimos dos interpretaciones de la relación entre la estructura del sistema financiero y la estructura de financiamiento de las empresas: tradicional, en la que la influencia del sistema financiero es directa, por lo que la estructura de financiamiento de las empresas refleja la estructura del sistema financiero, y moderna, en la cual la influencia del sistema financiero es indirecta y desemboca, al desarrollarse los mercados financieros, en una preponderancia del autofinanciamiento y una contribución mínima de los mercados financieros al financiamiento de las empresas.

En el marco de esta última interpretación planteamos como consecuencia analítica de los más recientes desarrollos teóricos referidos a la relación del sistema financiero y el crecimiento económico, que el corolario de ese análisis sería una neutralidad del primero respecto al segundo. Nos referimos a una relación de neutralidad similar a la planteada por Modigliani y Miller a nivel microeconómico y que se instalaría a nivel macroeconómico. Sin embargo, la constatación de las prácticas financieras y la toma en cuenta de la existencia de mercados incompletos, en los que la asimetría de información es la regla, conducen a rechazar esta hipótesis de neutralidad y a admitir una influencia del sistema financiero en las decisiones de inversión y de financiamiento de las empresas.

Partiendo de este principio de relevancia del sistema financiero presentamos dos distinciones conceptuales del funcionamiento de los sistemas financieros: BB-MB y EE-EMF. Estos dos análisis nos permiten señalar vías de influencia del

sistema financiero sobre el comportamiento de financiamiento de las empresas y subrayar el papel fundamental que el autofinanciamiento juega en las decisiones de financiamiento de las empresas.

Tomando en cuenta estos elementos procedimos a plantear, como incentivo fundamental de la empresa en un medio ambiente financiero desarrollado, el objetivo de independencia respecto al sistema financiero, que procura al empresario el derecho a apropiarse de la totalidad del beneficio de la empresa y la total libertad en la toma de decisiones. El deseo de la empresa por evitar que una relación de financiamiento aliene su poder de decisión, sería un elemento explicativo de la importancia creciente del autofinanciamiento que acompaña el desarrollo del sistema financiero, y de la mínima contribución al financiamiento de los mercados financieros. El objetivo de independencia se ve reforzado por dos elementos aportados por el desarrollo de los mercados financieros y la modernización de las prácticas financieras de las empresas. Los mercados financieros desarrollados, mediante las funciones que realizan (valorización e intercambio de activos, dispersión del riesgo), permiten concentrar la propiedad de la empresa en los inversionistas originales, mientras que optimización de la planeación financiera de las empresas (inversión y financiamiento), conducen a una previsión exacta de las necesidades de financiamiento para apoyar la inversión con recursos internos. Sin embargo, ni el desarrollo de los mercados financieros ni la óptima planeación financiera de las empresas, sería posible sin un sistema bancario eficiente que sustente la liquidez de los mercados y los requerimientos financieros ligados al ciclo de explotación de las empresas.

El objetivo de independencia parece entonces facilitarse con el desarrollo del sistema financiero, donde eficiencia de bancos y mercados financieros contribuyen a liberar a la empresa de la intervención de terceros en su toma de decisiones. El resultado es un autofinanciamiento reforzado que homogeneiza los comportamientos de financiamiento.

Aun cuando, según la evolución constatada, los mercados financieros no son proveedores significativos de financiamiento, las empresas fomentan sus funciones alternativas de dispersión de riesgos, valorización de activos y transmisión de la propiedad, para afianzar su autofinanciamiento, y por esa vía, su independencia respecto al sistema financiero, incluso cuando esto implique una reducción del valor de la empresa. Los MF desarrollados sustentan así la independencia de las empresas, influencia indirecta que se percibe como neutralidad del sistema financiero respecto a las decisiones de financiamiento. Finalmente, el sostenimiento de un elevado autofinanciamiento resulta incompatible con tasas crecientes de inversión (la tasa de crecimiento sustentable de la teoría financiera), por lo que la tasa de

inversión de las empresas debe estabilizarse, generando así un costo de oportunidad al limitar el ritmo de inversión al monto de recursos generados internamente. La influencia del sistema financiero en la inversión de las empresas, cuando éstas privilegian el financiamiento interno, resultaría ser perjudicial para el crecimiento.

Referencias bibliográficas

- Aglietta, M. (1995). *Macroeconomie financière*, Paris: La decouverte.
- Allen F., D. Gale (2000). *Comparing Financial Systems*, Cambridge, MA: MIT Press.
- Barclay M. J., C. W. Smith (2001). "The Capital Structure Puzzle: Another look at the evidence" en *The New Corporate Finance*, New York: Donald H. Chew, McGraw-Hill Irwin.
- Berglof E., P. Bolton (2004). "The Great Divide and beyond: Financial Architecture in transition" en *Financial Development and Economic Growth*, editado por Charles A. E. Goodhart, Gran Bretaña: Palgrave Macmillan.
- Corbett J., J. Jenkinson (1997). "How is the Investment Financed? A study of Germany, Japan, The United Kingdom and The United States", *The Manchester School Supplement*, pp. 69-93.
- Davis E. Ph., (2004). "Financial Development, Institutional Investors and Economic Performance" en *Financial Development and Economic Growth*, editado por Charles A. E. Goodhart, Gran Bretaña: Palgrave Macmillan.
- Demetriades P., S. Andrianova (2004). "Finance and Growth: What we know and what we need to know", en *Financial Development and Economic Growth*, editado por Charles A. E. Goodhart, Gran Bretaña: Palgrave Macmillan.
- Diamond, D. W. (1984). "Financial Intermediation and Delegated Monitoring" *Review of Economic Studies*, num. 37, pp. 393-414.
- Dolar V., C. Meh (2002-24). "Financial Structure and Economic Growth", Bank of Canada, Working Paper.
- Hackethal A., R. Schmidt (2003). *Financing Patterns: Measurement Concepts and Empirical Results*, Frankfurt: J. W. Goethe-University.
- Honohan P. (2004). "Financial Development, Growth and Poverty: How close are the links?" en *Financial Development and Economic Growth*, editado por Charles A. E. Goodhart, Gran Bretaña: Palgrave Macmillan.
- Levine, R. (1997). "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda", *Journal of Economic Literature*, vol. XXXV, pp. 688-726.
- (2002). Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better?, William Davidson, Working Paper, núm. 442.

- Maarek, G. (1984). "Rentabilité et endettement des entreprises françaises", *Revue de l'Ipecode*, núm. 6.
- Mayer, C. (1988). "New Issues in Corporate Finance", *European Economic Review*, num. 32, pp. 1167-1189, North Holland.
- and O. Sussman (2004). *A new test of capital structure*, Wadham College, Saïd Business School, University of Oxford.
- Modigliani, F., M. Miller (1958). "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment", *The American Economic Review*, núm. 3. pp. 261-297.
- (1963). "Corporate Income Taxes and The cost of capital: a correction", *The American Economic Review*, pp. 433-443.
- Myers, S. C. (1982). "The Capital Structure Puzzle", *The Journal of Finance*, vol. 39, núm. 3.
- Renversez, F. (2001). *Éléments d'analyse monétaire*, Paris: Mementos Dalloz.
- Ross, Westerfield, Jaffe (1999). *Corporate Finance*. MA: Irwin Mc Graw-Hill, 5ta. ed.
- Saïdane, D. (2005). "La convergence vers le 'Market Based System': une vue de l'esprit?", *Revue d'Economie Financière*, núm. 81.
- Serletis, A. (2006). *Corporate Financing in Canada*, University of Calgary, Department of Economics, Discussion Paper.
- Singh A., J. Hamid (1992). *Corporate Financial Structures in Developing Countries*, IFC, World Bank, Technical Paper, num. 1.