

LA PROTECCIÓN DEL INVERSIONISTA Y LA ADMINISTRACIÓN CORPORATIVA*

*Rafael La Porta, Florencio López de Silanes,
Andrei Shleifer y Robert Vishny***

RESUMEN

La investigación reciente ha documentado grandes diferencias entre los países respecto a la concentración de la propiedad de las empresas que cotizan en la bolsa de valores, la amplitud y la profundidad de los mercados de capital, las políticas de dividendos y el acceso de las empresas a la financiación externa. Un elemento común de las explicaciones de estas diferencias es la calidad de la protección que brinda la ley a los inversionistas, tanto accionistas como prestamistas, contra la expropiación por parte de los administradores y los accionistas controladores de las empresas. Describimos aquí las diferencias en las leyes y en la eficacia de su aplicación entre los países, analizamos los posibles orígenes de estas diferencias, resumimos sus consecuencias y evaluamos las estrategias potenciales para la reforma de la administración corporativa. Sostendremos que el enfoque legal es un procedimiento más útil, para entender la administración corporativa y su reforma, que la distinción tradicional entre los sistemas financieros en la banca y en el mercado.

ABSTRACT

Recent research has documented large differences among countries in ownership concentration in publicly traded firms, in the breadth and depth of capital markets, in dividend policies, and in the access of firms to external finance. A common element to the explanations of these differences is how well investors, both shareholders and creditors, are protected by law from expropriation by the managers and controlling shareholders of firms. We describe the differences in laws and the effectiveness of their enforcement

* Artículo publicado originalmente en *Journal of Financial Economics* 58, 2000, pp. 3-27. *Palabras clave:* inversionista, protección, administración corporativa, ley. *Clasificación JEL:* G21, G28, G32. Agradecemos los útiles comentarios de Nicholas Barberis, Simeon Djankov, Oliver Hart, Michael Jensen, Simon Johnson, Rose Levine y Daniel Wolfenzon, así como a la NSF por su ayuda financiera para esta investigación [traducción del inglés de Eduardo L. Suárez.]

** R. La Porta, Departamento de Economía, Universidad de Harvard, Cambridge; F. López de Silanes, Escuela de Gobernación John F. Kennedy, Universidad de Harvard, Cambridge; A. Shleifer, Departamento de Economía, Universidad de Harvard, Cambridge (correo electrónico: ashleifer@harvard.edu); R. Vishny, Escuela de Graduados en Administración de Empresas, Universidad de Chicago, Chicago.

across countries, discuss the possible origins of these differences, summarize their consequences, and assess potential strategies of corporate governance reform. We argue that the legal approach is a more fruitful way to understand corporate governance and its reform than the conventional distinction between bank-centered and market-centered financial systems.

INTRODUCCIÓN

La investigación reciente acerca de la administración corporativa por todo el mundo ha establecido varias regularidades empíricas. Elementos tan diversos de los sistemas financieros de los países, como la amplitud y la profundidad de sus mercados de capital, el ritmo de las nuevas emisiones de valores, las estructuras de la propiedad de las empresas, las políticas de dividendos y la eficiencia de la asignación de la inversión, parecen explicarse conceptual y empíricamente por la eficacia de la protección otorgada a los inversionistas externos por las leyes de los países. Según esta investigación, la protección brindada a los accionistas y acreedores por el sistema legal es fundamental para entender las pautas de la financiación corporativa en diversos países.

La protección del inversionista resulta decisiva porque en muchos países es común la expropiación de los accionistas minoritarios y los acreedores por parte de los accionistas controladores. Cuando los inversionistas externos financian las empresas enfrentan el riesgo, y a veces casi la certeza, de que los rendimientos de sus inversiones no se materialicen nunca porque los accionistas controladores o los administradores los expropiarán. (Nos referiremos a los administradores y los accionistas controladores como “los de adentro”.) En gran medida, la administración corporativa es un conjunto de mecanismos por medio de los cuales se protegen los inversionistas externos contra la expropiación de los de adentro.

La expropiación puede asumir modos diversos. En algunos casos, los de adentro sencillamente se apropian las ganancias. En otros casos, los de adentro venden la producción, los activos o los valores adicionales que controlan en la empresa a otra empresa de su propiedad a precios menores que los del mercado. Aunque a menudo es legal esa fijación de los precios de transferencia, la disminución de los activos y la dilución de las inversiones tienen en gran medida

el mismo efecto que el hurto. Aun en otros casos la expropiación asume la modalidad de una desviación de las oportunidades corporativas en contra de la empresa, la instalación de miembros de la familia posiblemente poco capacitados en posiciones gerenciales, o el pago excesivo a los ejecutivos. En general, la expropiación se relaciona con el problema de agencia descrito por Jensen y Meckling (1976), quienes se centran en el consumo de “canonjías” por parte de los administradores y otros constructores de imperios. Ello significa que los de adentro utilizan las ganancias de la empresa en su propio beneficio en lugar de devolver el dinero a los inversionistas externos.

Si la extensa expropiación mina el funcionamiento de un sistema financiero, ¿cómo podrá limitarse? El enfoque legal de la administración corporativa sostiene que el mecanismo fundamental es la protección de los inversionistas externos —ya sean accionistas o acreedores— mediante el sistema legal que incluye a las leyes y su aplicación. Las reputaciones y las burbujas pueden ayudar en la recaudación de fondos, pero las variaciones de la ley y de su aplicación son fundamentales para entender por qué las empresas recaudan más fondos en algunos países que en otros. En gran medida, los inversionistas y los prestamistas potenciales financian a las empresas porque sus derechos están protegidos por la ley. Estos inversionistas externos son más vulnerables a la expropiación, y más dependientes de la ley, que los empleados o los proveedores, quienes son permanentemente útiles para la empresa y en consecuencia corren menos riesgos de ser maltratados.

El enfoque legal de la administración corporativa es una continuación natural del campo que se ha desarrollado durante los pasados 40 años. Modigliani y Miller (1958) conciben a las empresas como conjuntos de proyectos de inversión y de las corrientes de efectivo generadas por ellos, de modo que interpretan naturalmente los valores, por ejemplo bonos y acciones, como derechos sobre estas corrientes de efectivo. No explican estos autores por qué los administradores devolverían las corrientes de efectivo a los inversionistas. Jensen y Meckling (1976) observan que no puede darse por sentada la entrega a los inversionistas de las corrientes de efectivo generadas por los proyectos, y que los de adentro de las empresas podrían utilizar es-

tos recursos en su propio beneficio. Jensen y Meckling conciben los derechos financieros como contratos que dan a los inversionistas externos, como los accionistas y los prestamistas, derechos sobre estas corrientes de efectivo. En su modelo, la limitación de la expropiación es la propiedad de acciones residuales para los empresarios, lo que aumenta su interés en los dividendos frente a las canonjías.

La investigación de Grossman, Hart y Moore, resumida en Hart (1995), logra un nuevo avance fundamental al centrarse claramente en el poder del inversionista frente al de los de adentro, y al distinguir entre los derechos de control contractuales y residuales pertenecientes a los inversionistas. Los economistas han utilizado esta idea para modelar los instrumentos financieros no en términos de sus corrientes de efectivo, sino en términos de los derechos que otorgan a sus tenedores. En este marco, los inversionistas obtienen efectivo sólo porque tienen poder. Éste puede ser el poder de cambiar a los directores, obligar al pago de dividendos, detener un proyecto o un plan que beneficie a los de adentro a expensas de los inversionistas externos, demandar a los directores y obtener una reparación, o liquidar la empresa y recibir el dinero. Al contrario de lo que ocurre en el mundo de Modigliani-Miller, el cambio de la estructura de capital de la empresa modifica la repartición del poder entre los de adentro y los inversionistas externos, de modo que cambia casi seguramente la política de inversión de la empresa.

Tanto en el marco contractual de Jensen y Meckling como en el de los derechos de control residual de Grossman, Hart y Moore, los derechos de los inversionistas están protegidos y a veces aun especificados por el sistema legal. Por ejemplo, la ley de los contratos se ocupa de los acuerdos privadamente negociados, mientras que las leyes de compañías, quiebras y valores describen específicamente algunos de los derechos de los de adentro y los inversionistas externos de las corporaciones. Estas leyes, y la calidad de su aplicación por los reguladores y los tribunales, son elementos esenciales de la administración y la financiación de las corporaciones (La Porta *et al*, 1997, 1998). Cuando son extensos los derechos del inversionista, como los de voto de los accionistas y los de reorganización y liquidación de los acreedores, y se hacen cumplir por los reguladores o los tribunales, los inversionistas estarán dispuestos a financiar las em-

presas. En cambio, cuando el sistema legal no protege a los inversionistas externos, la administración corporativa y la financiación externa no funcionarán bien. Jensen y Meckling (1976), p. 311, reconocen el papel del sistema legal cuando comentan que:

Este enfoque de la empresa destaca el importante papel desempeñado por el sistema legal y la ley en las organizaciones sociales, en particular la organización de la actividad estatal. El derecho de las sociedades mercantiles limita los contratos que pueden celebrar los individuos y las organizaciones sin correr peligro de una incriminación penal. Los poderes policíacos del Estado están disponibles y se usan para imponer el cumplimiento de los contratos o el pago de daños por la falta de cumplimiento. Los tribunales fallan los contratos celebrados entre las partes contratantes y establecen precedentes que conforman el cuerpo del derecho consuetudinario. Todas estas actividades gubernamentales afectan los contratos celebrados y la medida en que se recurra a la contratación.

Una concepción de la protección legal de los inversionistas externos consiste en pensar que esa protección torna menos eficiente la tecnología de la expropiación. En el extremo de la ausencia total de protección para el inversionista, los de adentro pueden apropiarse las ganancias de una empresa de manera perfectamente eficiente. Si no se tiene una reputación vigorosa, ningún inversionista externo racional financiará esa empresa. A medida que mejora la protección del inversionista, los de adentro deberán recurrir a prácticas de desviación más distorsionadas y dispendiosas, como la creación de compañías intermediarias hacia las que canalizan las ganancias. Pero estos mecanismos serán todavía suficientemente eficientes para que los de adentro opten por la desviación extensa. Cuando la protección del inversionista es muy buena, lo más que pueden hacer los de adentro es remunerarse en exceso, poner parientes en la administración y emprender algunos proyectos dispendiosos. Más allá de cierto punto, quizá sea preferible sólo pagar dividendos. A medida que la tecnología de la desviación es menos eficiente, los de adentro expropián menos y los beneficios de su control privado disminuyen. Entonces las empresas obtendrán financiación externa en mejores condiciones. Al delimitar la posibilidad de la expropiación, la ley mejora también las oportunidades de la financiación externa.

El enfoque legal de la administración corporativa ha surgido como

un procedimiento útil para considerar varios problemas de la financiación. En la sección I analizamos las diferencias entre los países respecto a la protección del inversionista legal y los posibles orígenes judiciales, políticos e históricos de estas diferencias. En la sección II resumimos la investigación acerca de las consecuencias económicas de la protección del inversionista. En la sección III comparamos el enfoque legal de la administración corporativa con el enfoque más tradicional de la importancia relativa de los bancos y los mercados de valores en la explicación de las diferencias entre los países. En la sección IV estudiamos las dificultades y las oportunidades de la reforma de la administración corporativa. Al final se presenta las conclusiones.

I. LA PROTECCIÓN DEL INVERSIONISTA

Cuando los inversionistas financian a las empresas de ordinario obtienen ciertos derechos o facultades que generalmente están protegidos por reglamentos y leyes. Algunos de estos derechos incluyen reglas de información y contabilidad que proporcionan a los inversionistas la información que necesitan para el ejercicio de otros derechos. Los derechos del accionista protegido incluyen los de recibir dividendos de manera proporcional, votar para el nombramiento de los directores, participar en las asambleas de accionistas, suscribir nuevas emisiones de valores en los mismos términos que los de adentro, demandar a los directores o a la mayoría por sospechas de expropiación, convocar a asambleas extraordinarias de accionistas, etc. Las leyes que protegen a los acreedores se ocupan en gran medida de los procedimientos de la quiebra y la reorganización, e incluyen medidas que permiten a los acreedores hacer efectivas las garantías, proteger su antigüedad y hacer más difícil que las empresas logren la protección de los tribunales en la reorganización.

En diferentes jurisdicciones las reglas protectoras de los inversionistas provienen de fuentes distintas, incluyendo leyes de compañías, seguridad, quiebra, apoderamiento y competencia, pero también provienen de las regulaciones bursátiles y de las normas contables. La aplicación de las leyes es tan decisiva como su contenido. En la mayoría de los países las leyes y los reglamentos son aplicados en

parte por los reguladores del mercado, en parte por los tribunales y en parte por los mismos participantes del mercado. Todos los inversionistas externos, ya sean grandes o pequeños, accionistas o acreedores, necesitan tener protegidos sus derechos. Si sus derechos no están efectivamente protegidos, los de adentro no tendrán muchas razones para pagar a los acreedores o repartir las ganancias a los accionistas, y el mecanismo de la financiación externa tenderá a fallar.

El hincapié en las reglas y los reglamentos legales que protejan a los inversionistas externos contrasta marcadamente con la perspectiva tradicional de “la ley y la economía” para la contratación financiera. De acuerdo con esta perspectiva, la mayoría de las regulaciones de los mercados financieros son innecesarias porque los contratos financieros se celebran entre emisores e inversionistas refinados. En general, los inversionistas reconocen un riesgo de expropiación, castigando a las empresas que no se comprometen contractualmente a revelar información acerca de ellas mismas y a tratar bien a los inversionistas. Dado que los empresarios absorben estos costos cuando emiten valores, tienen un incentivo para comprometerse con los inversionistas, contractualmente, a limitar la expropiación (Jensen y Meckling, 1976). Mientras se respeten estos contratos, los mercados financieros no requerirán ninguna regulación (Stigler, 1964; Easterbrook y Fischel, 1991).

Este punto de vista, surgido del teorema de Coase (1961), depende sobre todo de que los tribunales hagan cumplir los contratos elaborados. En muchos países no puede darse por sentado este cumplimiento. En efecto, los tribunales no pueden o no quieren a menudo invertir los recursos necesarios para aclarar los hechos relativos a los contratos complicados. Además son lentos, sujetos a presiones políticas y a veces corruptos. Cuando el cumplimiento de los contratos privados por medio del sistema judicial es suficientemente sólido, pueden resultar más eficientes otros modos de protección de los derechos de propiedad, como las leyes aplicadas judicialmente o aun los reglamentos aplicados por el gobierno. Puede ser preferible tener contratos restringidos por leyes y reglamentos que sí se apliquen, antes que contratos no restringidos que no se cumplan. En gran medida es una cuestión empírica el hecho de que los contratos, las reglas legales aplicadas por los tribunales, o los reglamentos aplica-

dos por el gobierno, sean o no el modo más eficiente de la protección de los arreglos financieros. Como veremos en la siguiente sección, las pruebas rechazan la hipótesis de que la protección privada es suficiente. Aun entre los países donde los sistemas judiciales funcionan bien, los que tienen leyes y reglamentos más protectores de los inversionistas tienen mercados de capital mejor desarrollados.

La Porta *et al* (1998) analizan un conjunto de reglas legales fundamentales que protegen a los accionistas y acreedores y documentan el predominio de estas reglas en 49 países alrededor del mundo. Además, combinan estas reglas en índices de derechos de accionistas (frente a los directores) y acreedores, y consideran varias medidas de la calidad del cumplimiento, como la eficiencia del sistema judicial y una medida de la calidad de las normas contables. La Porta *et al* utilizan estas variables como aproximaciones a la postura de la ley frente a la protección del inversionista a fin de examinar la variación de las reglas legales y la calidad del cumplimiento entre los países y los sistemas legales.

Investigadores jurídicos, como David y Brierley (1985), demuestran que los sistemas de legislación mercantil de la mayoría de los países provienen de un número relativamente pequeño de “familias” legales como la inglesa (derecho común), la francesa y la alemana, estas dos últimas derivadas a su vez del Derecho Romano. En el siglo XIX estos sistemas se difundieron por el mundo a través de la conquista, la colonización y la adopción voluntaria. Inglaterra y sus antiguas colonias, como los Estados Unidos, Canadá, Australia, Nueva Zelanda y muchos países de África y el Sudeste Asiático, han terminado adoptando el sistema del derecho común. Francia y muchos de los países conquistados por Napoleón forman parte de la tradición del derecho civil francés. Esta familia legal se extiende también a las antiguas colonias francesas, holandesas, belgas y españolas, inclusive en la América Latina. Alemania, los países germánicos de Europa y varios países de Asia Oriental forman parte de la tradición del derecho civil alemán. Los países escandinavos tienen su propia tradición.¹

¹ Los países socialistas tenían una tradición legal basada en el derecho soviético, pero La Porta *et al* (1998) no los consideran porque las leyes de estos países están cambiando rápidamente durante su proceso de alejamiento del socialismo.

El cuadro 1 presenta el porcentaje de los países en cada familia legal que otorgan a los inversionistas los derechos analizados por La Porta *et al*, así como la media de las calificaciones de los derechos de esa familia frente a los directores y para los acreedores. La eficiencia de la protección brindada a los inversionistas externos por las reglas legales varía sistemáticamente entre los diversos orígenes legales. Los países de derecho común tienen la mayor protección para los inversionistas externos —tanto accionistas como acreedores—, mientras que los países del derecho civil francés tienen la protección más débil. Los países del derecho civil alemán y los escandinavos ocupan un lugar intermedio, aunque en términos comparativos tienen una protección mayor para los acreedores, en particular para los acreedores asegurados. En general, las diferencias entre los orígenes legales se describen mejor por la proposición de que algunos países protegen mejor que otros a todos los inversionistas externos, y no por la proposición de que algunos países protegen más a los accionistas mientras que otros a los acreedores.

El cuadro 1 señala también importantes diferencias entre los países en cuanto a la aplicación de la ley medida por la eficiencia del poder judicial, la (ausencia de) corrupción y la calidad de las normas contables. Al contrario de lo que ocurre con las normas legales, que no parecen depender del desarrollo económico, la calidad de la aplicación es mayor en los países más ricos. En particular, los países escandinavos y los de origen legal alemán, por lo general más ricos, reciben las mejores calificaciones respecto a la eficiencia del sistema judicial. Los países de origen legal francés tienen la peor calidad de la aplicación de la ley entre las cuatro tradiciones legales, aun cuando se controle por el ingreso *per capita*.

En virtud de que los orígenes legales se correlacionan mucho con el contenido del derecho, y dado que las familias legales se originaron antes del desarrollo de los mercados financieros, es improbable que las leyes se hayan escrito primordialmente en respuesta a las presiones del mercado. Más bien, las familias legales parecen configurar las reglas legales, las que a su vez influyen en los mercados financieros. Pero, ¿qué tienen de especial las familias legales? En particular, ¿por qué el derecho común protege más a los inversionistas que el derecho civil? Estos interrogantes no tienen respues-

CUADRO 1. *El origen legal y los derechos de los inversionistas*^a

(Porcentaje)

<i>Variables</i>	<i>Derecho común (18 países)</i>	<i>Derecho civil francés (21 países)</i>	<i>Derecho civil alemán (6 países)</i>	<i>Derecho civil escandinavo (4 países)</i>	<i>Promedio mundial (49 países)</i>
A. Medidas de protección de los accionistas					
Índice de derechos frente al director	4.00	2.33	2.33	3.00	3.00
Representación por correo	39	5	0	25	18
Acciones no bloqueadas antes de la asamblea	100	57	17	100	71
Votación acumulativa/representación proporcional	28	29	33	0	27
Minoría oprimida	94	29	50	0	53
Derecho preferente a nuevas emisiones	44	62	33	75	53
Porcentaje del capital para convocar a una AEA $\leq 10\%$	94	52	0	0	78
B. Medidas de protección de los acreedores					
Índice de derechos de los acreedores	3.11	1.58	2.33	2.00	2.30
No permanencia automática en activos asegurados	72	26	67	25	49
Acreedores asegurados primero	89	65	100	100	81
Restricciones pagadas para la reorganización	72	42	33	75	55
Los administradores no permanecen en la reorganización	78	26	33	0	45
C. Medidas para el cumplimiento					
Eficiencia del sistema judicial	8.15	6.56	8.54	10.00	7.67
Corrupción	7.06	5.84	8.03	10.00	6.90'
Normas contables	69.92	51.17	62.67	74.00	60.93

^a Este cuadro presenta datos de las medidas protectoras de los inversionistas para 49 países clasificados por su origen legal. La fuente de los datos es La Porta *et al* (1998). El panel A muestra las medidas protectoras de los accionistas entre los orígenes legales. El “índice de los derechos frente al director” es una medida resumida de la protección de los accionistas. Este índice varía desde cero hasta seis y se establece añadiendo uno cuando el país permite que los accionistas envíen por correo su voto a la empresa; los accionistas no están obligados a depositar sus acciones antes de la asamblea general de accionistas; se permite la votación acumulativa o la representación proporcional de las minorías en el consejo de administración; existe un mecanismo para las minorías oprimidas; el porcentaje mínimo del capital social que permite a un accionista convocar a una asamblea extraordinaria de accionistas es menos que o igual a 10% (la mediana de la muestra); los accionistas tienen derechos de preferencia a los que sólo puede renunciarse mediante una votación de los accionistas. El resto de las hileras del panel A muestra el porcentaje de los países dentro de cada origen legal para los que la ley proporciona cada componente del “índice de los derechos frente al director”. El panel B muestra las medidas de protección de los acreedores entre los orígenes legales. El “índice de los derechos de los acreedores” es una medida resumida de la protección de los acreedores. Este índice varía desde cero hasta cuatro y se establece añadiendo uno cuando el país impone restricciones, como el consentimiento de los acreedores o los dividendos mínimos para solicitar la reorganización; los acreedores asegurados pueden obtener la posesión de su garantía una vez que se haya aprobado la solicitud de reorganización (no hay una permanencia automática); los acreedores asegurados serán los primeros en la distribución del efectivo resultante de la disposición de los activos de una empresa quebrada; el deudor no conserva la administración de su propiedad mientras se resuelve la reorganización. El resto de las hileras del panel B muestran el porcentaje de los países dentro de cada origen legal para los que la ley proporciona cada componente del “índice de los derechos de los acreedores”. El panel C muestra las medidas de la aplicación legal. La “eficiencia del sistema judicial” es un índice que varía entre cero y diez y representa el promedio de las evaluaciones de los inversionistas acerca de las condiciones en el sistema judicial de cada país entre 1980 y 1983 (las calificaciones más bajas representan menor eficiencia). “Corrupción” es un índice que varía entre cero y diez y representa el promedio de las evaluaciones de los inversionistas acerca de la corrupción en el gobierno de cada país entre 1982 y 1995 (las calificaciones más bajas representan una corrupción mayor). “Normas contables” es un índice creado mediante el examen y la calificación de los informes anuales de las compañías en 1990 por su inclusión u omisión de 90 renglones en las categorías de información general, estados de ingresos, balances, estado de las corrientes de fondos, normas contables, datos de acervos y renglones especiales.

tas aceptadas. Sin embargo, quizá convenga distinguir aquí dos grandes respuestas: las explicaciones “judiciales” que atribuyen las diferencias de las filosofías legales a la organización del sistema legal, y las explicaciones “políticas” que atribuyen estas diferencias a la historia política.

La explicación “judicial” de que el derecho común protege a los inversionistas mejor que el derecho civil ha sido planteada recientemente por Coffee (2000) y por Johnson *et al* (2000b). En el sistema del derecho común, los jueces establecen de ordinario los fallos legales con base en los precedentes e inspirados en principios generales, como el deber fiduciario o la justicia. Se espera que los jueces fallen en situaciones nuevas aplicando estos principios generales, aun cuando la conducta específica no haya sido descrita o prohibida todavía en las leyes. En el ámbito de la expropiación del inversionista, conocida también como autodespacho, los jueces aplican lo que Coffee llama una “prueba olfatoria”, e intentan oler si incluso la conducta sin precedente de los de adentro es injusta para los inversionistas externos. La expansión de los precedentes legales a violaciones adicionales del deber fiduciario, y el temor de esta expansión, limitan la expropiación realizada por los de adentro en los países de derecho común. En cambio, en los sistemas de derecho civil son las legislaturas las que elaboran las leyes, y no se supone que los jueces vayan más allá de las leyes y apliquen “pruebas olfatorias” u opiniones de lo justo. En consecuencia, los de adentro de una corporación que encuentran un procedimiento para expropiar a los inversionistas externos que no esté explícitamente prohibido por las leyes podrán proceder sin ningún temor de un fallo judicial adverso. Además, en los países de derecho civil no intervienen los tribunales en las transacciones de autodespacho mientras tengan un propósito mercantil admisible. Los vagos principios del deber fiduciario del derecho común protegen mejor a los inversionistas que las reglas precisas del derecho civil que pueden ser eludidas a menudo por los de adentro suficientemente imaginativos.

La perspectiva judicial de las diferencias es fascinante y es posible que correcta, pero está incompleta. Requiere el supuesto adicional de que los jueces estén inclinados a proteger a los inversionistas externos antes que a los de adentro. En principio podemos imaginar

fácilmente que los jueces utilizarán la discreción que disfrutaban en los países de derecho común para estrechar la interpretación del deber fiduciario y sancionar la expropiación en lugar de prohibirla. En principio, también los jueces del derecho común podrían usar su discreción para favorecer a intereses políticos, sobre todo cuando los inversionistas externos obstruyan las metas del gobierno. No basta, para explicar la protección del inversionista, que nos centremos en el poder judicial: se requiere un análisis político e histórico de los objetivos judiciales. Desde esta perspectiva, importantes diferencias políticas e históricas entre los países metropolitanos configuran sus leyes. Esto no quiere decir que nunca cambien las leyes (en la sección IV nos ocupamos específicamente de la reforma legal); sólo sugiere que la historia tiene efectos persistentes.

La Porta *et al* (1999a) afirman que un factor histórico importante en la configuración de las leyes es que el Estado desempeña un papel relativamente mayor en la regulación de las empresas de los países de derecho civil que en los países de derecho común. Un elemento de esta concepción, sugerido por Finer (1997) y otros historiadores, señala las diferencias en el poder relativo del rey y los terratenientes en los Estados europeos. En Inglaterra a partir del siglo XVII la Corona perdió parcialmente el control de los tribunales, que cayeron en la influencia del Parlamento y los terratenientes que lo dominaban. En consecuencia se desarrolló el derecho común para defender la propiedad privada frente a la Corona. Con el paso del tiempo los tribunales extendieron esta protección de los terratenientes a los inversionistas. En Francia y Alemania, en cambio, el poder parlamentario era más débil. Los códigos de comercio fueron adoptados apenas en el siglo XIX por los dos grandes constructores de Estados, Napoleón y Bismarck, para permitir que el Estado regulara mejor la actividad económica. A lo largo del tiempo el Estado mantuvo el control político de las empresas y se resistió a la cesión de ese poder a los financieros.² Quizá sea igualmente importante que, en los países de derecho civil, el Estado no cediera a los tribunales su poder en las decisiones económicas, de modo que mantuvo el enfoque esta-

² Según Cameron (1961) Francia tenía un activo mercado de valores en el siglo XIX. Sin embargo, casi todas las empresas registradas en él se beneficiaban de las concesiones, la inversión, la propiedad, los subsidios y la protección gubernamentales, y el gobierno otorgaba a menudo garantías directas a los inversionistas.

tutario de las leyes mercantiles. Sin embargo, como se señaló líneas arriba, es posible que las evaluaciones de lo justo de las transacciones de autodespacho, para las que son esenciales el poder y la discreción judiciales, resulten fundamentales para la limitación de la expropiación.

La investigación reciente apoya la proposición de que el derecho civil se asocia a una intervención gubernamental mayor en la actividad económica, y a una protección menor de la propiedad privada, que el derecho común. La Porta *et al* (1999a) examinan los determinantes de la actuación gubernamental en gran número de países. A fin de medir el intervencionismo gubernamental, estos autores consideran aproximaciones de la cantidad y calidad de la regulación, el predominio de la corrupción y el papeleo, y las demoras burocráticas. En general, estos autores hallan que los países de derecho civil, en particular los países del derecho civil francés, son más intervencionistas que los países de derecho común. Es posible que la menor protección de los derechos de los inversionistas externos en los países de derecho civil sea una manifestación de este fenómeno general. Esto ofrece cierto apoyo a la interpretación de las diferencias entre las familias legales con base en la historia política.³

II. CONSECUENCIAS DE LA PROTECCIÓN DE LOS INVERSIONISTAS

En tres ámbitos generales se ha demostrado que la protección de los inversionistas es importante: la propiedad de las empresas, el desarrollo de los mercados financieros y la asignación de los recursos reales.

1. *Pautas de la propiedad y el control*

El enfoque de la expropiación de los inversionistas y su prevención tiene varias consecuencias para las estructuras de propiedad de las empresas. Consideremos en primer término la concentración de los derechos de control de las empresas (por oposición a los dere-

³ Berglof y Von Thadden (1999), y Rajan y Zingales (1999) afirman que los factores políticos afectan la administración corporativa por medio de vías distintas de la ley misma. Es posible que esto sea cierto, pero la ley aún es una vía fundamental mediante la cual la política afecta la administración corporativa.

chos de dividendos o corrientes de efectivo). Al nivel más básico, cuando los derechos de los inversionistas están escasamente protegidos y la expropiación es viable en una escala considerable, el control adquiere un valor enorme porque otorga a los de adentro la oportunidad de expropiar eficientemente. Cuando los de adentro expropián efectivamente, los llamados beneficios privados del control se convierten en una porción grande del valor de la empresa. Esta observación plantea un interrogante: en estas circunstancias, ¿se concentrará el control en las manos de un empresario o se dispersará entre muchos inversionistas?

La investigación en este ámbito se origina en el trabajo de Grossman y Hart (1988) y de Harris y Raviv (1988), quienes examinan la asignación óptima de los derechos de votación y de corriente de efectivo de una empresa. El interrogante específico de cómo es posible que se asigne el control no ha recibido una respuesta clara. Por varias razones, tal vez los empresarios deseen mantener el control de su empresa cuando es débil la protección de los inversionistas. La Porta *et al* (1999) observan que, si la expropiación de los inversionistas requiere el secreto, es posible que compartir el control restrinja al empresario más de lo que él desea. Zingales (1995), La Porta *et al* (1999) y Bebchuk (1999) afirman que, si los empresarios dispersan el control entre muchos inversionistas, renunciarán al premio de los “beneficios privados” en una adquisición. En el modelo de Bebchuk (1999) las estructuras del control difusas son inestables cuando los inversionistas concentran el control sin pagar completamente por ello. Por último, quizá un empresario o su familia necesiten retener el control de la empresa porque se requiere la reputación de la familia para recaudar fondos externos cuando es débil la protección legal de los inversionistas externos. Por todas estas razones es posible que las empresas de los países con débil protección de los inversionistas necesiten un control concentrado.

Bennedsen y Wolfenzon (2000) presentan un argumento contrario. Cuando es débil la protección de los inversionistas es posible que la dispersión del control entre varios inversionistas grandes —ninguno de los cuales puede controlar las decisiones de la empresa sin ponerse de acuerdo con los otros— sirva como compromiso para limitar la expropiación. Cuando no hay un solo accionista con-

trolador, y se requiere el acuerdo de varios inversionistas grandes (el consejo de administración) para las grandes acciones corporativas, es posible que estos inversionistas tengan en conjunto suficientes derechos de corriente de efectivo para limitar la expropiación de los accionistas restantes y repartir las ganancias como dividendos eficientes. Cuando la dispersión del control disminuye la expropiación ineficiente, es posible que surja como una política óptima para un empresario maximizador de la riqueza.

Un empresario tiene varios caminos para retener el control de una empresa: vender acciones con derechos de voto limitados a inversionistas externos y mantener el control conservando las acciones con derechos de votación mayores, o utilizar una estructura piramidal en la que una compañía tenedora que controla vende acciones de una subsidiaria controlada por la tenedora. Wolfenzon (1999) demuestra que un empresario podrá controlar entonces la subsidiaria sin ser propietario de una fracción considerable de sus derechos de corriente de efectivo, y que estos mecanismos resultan más atractivos cuando es más débil la protección de los inversionistas externos. Un empresario mantiene también el control mediante la propiedad cruzada de acciones entre las empresas, lo que torna más difícil que los inversionistas externos obtengan el control de una empresa grupal sin comprar todas sus acciones.

¿Qué ocurrirá con la distribución de los derechos de corrientes de efectivo entre los inversionistas por oposición al control? Si un empresario retiene el control de una empresa, ¿cómo podrá recaudar fondos de inversionistas externos —para la financiación o la diversificación— que esperan ser expropiados? Jensen y Meckling (1976) sugerirían que la propiedad de la corriente de efectivo en manos de un empresario disminuye los incentivos para la expropiación y aumenta los incentivos para el pago de dividendos. La Porta *et al* (1999b) muestran que esta necesidad de mayor propiedad de las corrientes de efectivo, como un compromiso para limitar la expropiación, es más intensa en los países con menor protección para los accionistas.

La información disponible respecto a las pautas de la propiedad por todo el mundo subraya la importancia de la protección de los inversionistas. Se obtuvo esta información para varios países en particular, como Alemania (Edwards y Fischer, 1994; Gorton y Schmid,

2000), Italia (Barca, 1995) y siete países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (European Corporate Governance Network, 1997). La Porta *et al* (1998) describen la concentración de la propiedad en su muestra de 49 países, mientras que La Porta *et al* (1999) examinan las pautas del control en las empresas más grandes de cada una de las 27 economías más ricas. Los datos indican que los países que tienen una protección débil para los inversionistas exhiben de ordinario un control de las empresas más concentrado que el de los países que tienen una protección vigorosa para los inversionistas. En el primer grupo de países, incluso las empresas más grandes están controladas por lo común por el Estado o por las familias que fundaron o adquirieron estas empresas. En el segundo grupo de países es más común la corporación de Berle y Means con accionistas dispersos y administradores profesionales que ejercen el control.⁴

Claessens *et al* (2000) examinan una muestra de casi 3 mil empresas de nueve economías de Asia Oriental. Con excepción de Japón, que tiene una protección bastante benéfica para los accionistas, estos autores encuentran un predominio del control familiar y la administración familiar de las corporaciones de su muestra, además de cierto control estatal. Estos autores presentan también notorios indicios del “capitalismo familiar” en Asia: fuera de Japón, las diez familias más prominentes de cada uno de los otros ocho países estudiados controlan entre 18 y 58% del valor agregado de las acciones registradas.

En síntesis, la información obtenida ha resultado por lo general congruente con la proposición de que el ambiente legal determina el valor de los beneficios privados del control y por ende las estructuras de equilibrio de la propiedad. Es posible que las consecuencias principales de esta información para el estudio de la administración corporativa sean la irrelevancia relativa de la corporación de Berle y Means en la mayoría de los países del mundo y la importancia fundamental del control familiar. En efecto, La Porta *et al* (1999) y Claessens *et al* (2000) encuentran que las empresas de control fami-

⁴ La información revela también que el control es valioso, y específicamente que los premios de votación aumentan a medida que se deteriora la protección de los accionistas (véase, por ejemplo, Modigliani y Perotti, 1998; Nenova, 1999; Zingales, 1994).

liar son administradas de ordinario por miembros de la familia, de modo que los gerentes parecen estar más estrechamente controlados que en la descripción de Berle y Means. Como afirman Shleifer y Vishny (1997), en las corporaciones grandes de la mayoría de los países no es el conflicto señalado por Berle y Means entre los inversionistas externos y los administradores el problema de agencia fundamental, sino el que se plantea entre los inversionistas externos y los accionistas controladores que ejercen un control casi total sobre los administradores.

2. *Los mercados financieros*

El pronóstico básico del enfoque legal es que la protección de los inversionistas estimula el avance de los mercados financieros. Cuando los inversionistas están protegidos contra la expropiación, pagan más por los valores, lo que torna más atractiva la emisión de estos valores para los empresarios. Esto se aplica a los acreedores y los accionistas. Los derechos de los acreedores estimulan el desarrollo de los préstamos, y la estructura precisa de estos derechos podría favorecer por otro lado los préstamos bancarios o los del mercado. Los derechos de los accionistas estimulan el desarrollo de los mercados accionarios, lo que se mide por la valuación de las empresas, el número de las empresas registradas (amplitud del mercado) y la proporción de estas empresas. Para los accionistas y los acreedores la protección no incluye sólo los derechos establecidos en las leyes y los reglamentos sino también la eficacia de su aplicación. De acuerdo con estos pronósticos, La Porta *et al* (1997) demuestran que los países que protegen a los accionistas tienen mercados de valores más valiosos, mayor número de valores registrados *per capita*, y una mayor actividad de ofrecimiento público inicial (OPI) que los países menos protectores. Los países que protegen mejor a los acreedores tienen mercados crediticios más grandes.

Varios estudios recientes establecen también un enlace entre la protección de los inversionistas, la propiedad de las corrientes de efectivo en manos de los de adentro y la valuación corporativa.⁵ Gorton

⁵ Además, La Porta *et al* (2000) demuestran que la mejor protección de los accionistas minoritarios se asocia con mayores pagos de dividendos en una sección transversal de empresas de todo el mundo.

y Schmid (2000) demuestran que la mayor propiedad en manos de los grandes accionistas se asocia a una valuación mayor de los activos corporativos en Alemania. Claessens *et al* (1999) utilizan una muestra de empresas de Asia Oriental para demostrar que la mayor propiedad de corrientes de efectivo en manos de los de adentro se asocia a una valuación mayor de los activos corporativos, mientras que el mayor control de los derechos de votación en manos de los de adentro se asocia a una valuación menor de los activos corporativos. Con una muestra de empresas de 27 economías ricas, La Porta *et al* (1999b) descubren que las empresas de países que tienen una protección mejor para los accionistas poseen una Q de Tobin más alta que las empresas de países que tienen una protección menor. También descubren que la mayor propiedad de corrientes de efectivo en manos de los de adentro se asocia (débilmente) con una valuación corporativa mayor, y que este efecto es mayor en los países que tienen una protección menor para los accionistas. Estos resultados destacan la importancia de la protección de los inversionistas y la propiedad de las corrientes de efectivo en manos de los de adentro para limitar la expropiación.

Johnson *et al* (2000a) establecen una relación ingeniosa entre la protección de los inversionistas y las crisis financieras. En los países que tienen una protección débil, los de adentro podrían tratar bien a los inversionistas externos mientras que las perspectivas futuras sean positivas y los de adentro se interesen en la continuación de la financiación externa. Pero cuando se deterioran las perspectivas futuras, los de adentro aceleran la expropiación y los inversionistas externos —ya sean accionistas o acreedores— no pueden hacer nada para impedirlo. Esta aceleración de la expropiación hace que las disminuciones de los precios de los valores sean en particular profundas en los países que tienen una protección débil para los inversionistas. A fin de verificar esta hipótesis, Johnson *et al* (2000a) examinan la depreciación de las monedas y la declinación de los mercados de valores en 25 países durante la crisis asiática de 1997-1998. Encuentran que las variables de la administración, como los índices de la protección de los inversionistas y la calidad de la aplicación de la ley, son pronosticadores poderosos de la magnitud de las declinaciones del mercado durante la crisis. Estas variables explican la sec-

ción transversal de las declinaciones mejor que las variables macroeconómicas en las que se ha centrado el debate inicial de las políticas económicas.

3. *Las consecuencias reales*

Por medio de su efecto en los mercados financieros la protección de los inversionistas influye en la economía real. Según Beck *et al* (2000) el desarrollo financiero puede acelerar el crecimiento de la economía de tres maneras: *i*) al incrementar el ahorro; *ii*) al canalizar ese ahorro hacia la inversión real e impulsar así la acumulación de capital, y *iii*) en la medida en que los financieros ejerzan cierto control en las decisiones de inversión de los empresarios, el desarrollo financiero permitirá que el capital fluya hacia los usos más productivos, mejorando así la eficiencia de la asignación de recursos. En principio, los tres medios pueden tener gran efecto en el crecimiento económico.

Un gran cuerpo de investigación enlaza el desarrollo financiero con el crecimiento económico. King y Levine (1993) inician el resurgimiento moderno de esta bibliografía al demostrar que los países que tienen grandes mercados de capital al principio crecen más de prisa después. Demirguc-Kunt y Maksimovic (1998), Levine y Zervos (1998), Rajan y Zingales (1998), y Carlin y Mayer (1999) confirman estos hallazgos. Varios de estos ensayos muestran que un componente exógeno del desarrollo del mercado financiero, obtenido mediante el uso del origen legal como un instrumento, predice el crecimiento económico.

La investigación más reciente distingue los tres maneras por medio de las cuales puede contribuir la financiación al crecimiento económico: el ahorro, la acumulación de factores y los mejoramientos de la eficiencia. Beck *et al* (2000) hallan que el desarrollo del sector bancario tiene un gran efecto en el crecimiento de la productividad total de los factores y un efecto menos obvio en el ahorro y la acumulación de capital privados. Además, esta influencia continúa ejerciéndose cuando se considera como un pronosticador a un componente exógeno del desarrollo del sector bancario obtenido mediante el uso del origen legal como un instrumento. Wurgler (2000) afirma que

los países financieramente desarrollados asignan la inversión entre las industrias más de acuerdo con la variación de las oportunidades de crecimiento que los países financieramente subdesarrollados. Morck *et al* (2000) encuentran que los mercados de valores de los países más desarrollados incluyen mejor la información de empresas específicas, lo que ayuda a asignar la inversión con mayor eficacia. Esta investigación sugiere que el desarrollo financiero mejora la asignación de los recursos. Por este medio es posible que la protección del inversionista estimule el crecimiento de la productividad y la producción.

III. LA ADMINISTRACIÓN CENTRADA EN LOS BANCOS Y EN EL MERCADO

Las comparaciones tradicionales de los sistemas de administración corporativa se centran en las instituciones que financian a las empresas, antes que en la protección legal de los inversionistas. Los sistemas de administración de las empresas, como los de Alemania y Japón, se comparan con los sistemas centrados en el mercado, como los de los Estados Unidos y el Reino Unido (véase, por ejemplo, Allen y Gale, 2000). De igual modo, la administración corporativa basada en las relaciones, en la que un banco principal aporta una porción considerable de la financiación y la administración de cada empresa, se contrasta con la administración basada en el mercado, en la que gran número de inversionistas aporta la financiación y en la que las adquisiciones desempeñan un papel de administración decisivo.

Estas distinciones institucionales han sido fundamentales para la evaluación de distintos regímenes de la administración corporativa y para las propuestas de políticas de mejoramiento. En los años ochenta, cuando la economía japonesa no podía equivocarse en nada, se consideraba generalmente a la administración centrada en los bancos como algo superior porque, como arguyen Aoki y Patrick (1993) y Porter (1992), los bancos previsores permiten que las empresas se centren en las decisiones de inversión a largo plazo. Según Hoshi *et al* (1991), los bancos aportan capital también a las empresas que enfrentan escaseces de liquidez, evitando así una costosa intranquilidad financiera. Por último, los bancos sustituyen a las adquisiciones caras y perturbadoras con una intervención bancaria

más quirúrgica cuando los administradores de la empresa prestataria se han desempeñado mal.

En los años noventa, cuando la economía japonesa se colapsó, el péndulo se movió hacia el otro lado.⁶ Kang y Stulz (1998) demuestran que, lejos de ser los promotores de la inversión racional, los bancos japoneses imponen pocas restricciones presupuestarias, prestando en exceso a empresas declinantes que requieren una reorganización radical. Y de acuerdo con Weinstein y Yafeh (1998) y Morck y Nakamura (1999), los bancos japoneses, en vez de facilitar la administración, se coluden con los administradores de las empresas para invalidar las amenazas externas a su control y obtener rentas de los préstamos bancarios. En las evaluaciones recientes de Edwards y Fischer (1994) y Hellwig (1999) los bancos alemanes resultan similarmente degradados a la calidad de proveedores de administración poco eficaces. En cambio, los sistemas basados en el mercado vadearon la burbuja del mercado de valores estadounidense en los años noventa para llegar a la estratosfera del amplio apoyo y la adulación.

Infortunadamente, la clasificación de los sistemas financieros como centrados en los bancos o en el mercado no es clara ni particularmente útil. La comparación puede hacerse observando los resultados reales. Es fácil clasificar a Alemania como un sistema basado en la banca porque sus bancos influyen en las empresas por medio de sus préstamos y adquisiciones de acciones, y porque su mercado de valores está subdesarrollado.⁷ Pero, ¿qué diremos de Japón, que presume de tener bancos poderosos con influencia en las empresas y un mercado accionario muy desarrollado y disperso (segundo o tercero en el mundo por su tamaño), con miles de valores registrados? O, ¿qué diremos de los sistemas financieros basados en el derecho civil francés, en los que ni los mercados crediticios ni los mercados de valores están en particular bien desarrollados? Sapienza (1999), por ejemplo, observa que en Italia los mercados de valores están muy subdesarrollados, pero lo mismo ocurre con el sistema bancario, de modo que una empresa común recauda una pequeña cantidad de dinero de cada uno de una docena de bancos. Más generalmente, La

⁶ Jensen (1989) expresa cierto escepticismo acerca del sistema financiero japonés.

⁷ Hellwig (1999) duda de que los bancos sean tan poderosos, incluso en el caso de Alemania.

Porta *et al* (1997) demuestran que, en promedio, los países con mercados de valores más grandes tienen también mayores proporciones deuda privada/producto interno bruto (PIB), contra la creencia de que la financiación con deuda y con acciones son sustitutos el uno del otro. Los modos de financiación prevalecientes no nos ayudan en general a clasificar.

Otro procedimiento para clasificar los sistemas financieros se basa en las regulaciones de Glass-Steagall que restringen la propiedad bancaria de acciones corporativas. Este enfoque es también útil para distinguir entre los Estados Unidos y Alemania, un país que no tiene esas regulaciones. Por otra parte, la mayoría de los países del mundo no tiene estas regulaciones. Algunos de ellos, como el Reino Unido, tienen un mercado de valores muy desarrollado y pocas tenencias de acciones en manos de los bancos, aunque la ley no prohíbe que los bancos mantengan acciones. Otros países no tienen un sistema bancario desarrollado ni un mercado de valores desarrollado. Por sí mismas, las regulaciones Glass-Steagall no aseguran el avance de un sistema de mercado interfiriendo en la administración corporativa en manos de los bancos. De modo congruente con nuestro escepticismo acerca de la utilidad de estas regulaciones para clasificar los sistemas financieros, La Porta *et al* (1997) demuestran que las regulaciones Glass-Steagall no tienen ningún poder de pronóstico para la concentración de la propiedad entre los países.

Quizá sea más importante que la utilización de los resultados o de las regulaciones de Glass-Steagall para clasificar los regímenes de la administración corporativa omite la importancia fundamental de los derechos de los inversionistas. Todos los financieros necesitan la protección legal para operar. Un método de financiación se presenta cuando está protegido por la ley que otorga a los financieros el poder de recuperar su dinero. Alemania y algunos otros países del derecho civil alemán tienen sistemas bancarios desarrollados porque tienen una sólida protección legal para los acreedores, en particular para los asegurados. Sin estos derechos los bancos alemanes tendrían un poder mucho menor. El Reino Unido tiene también un gran sector bancario y de deuda pública, de nuevo porque los acreedores tienen amplios derechos, así como un gran mercado accionario. En cambio, Italia y Bélgica no han desarrollado mercados de deuda

ni de acciones porque allí ninguno de los inversionistas externos está protegido.⁸ Lo importante aquí es algo sencillo: todos los inversionistas externos, sean grandes o pequeños, acreedores o accionistas, necesitan derechos para recuperar su dinero. Los derechos de los inversionistas son un determinante del desarrollo financiero más primitivo que el tamaño de las instituciones particulares.

A pesar de la dificultad de clasificar los sistemas financieros en sistemas basados en los bancos o en el mercado, los economistas se han enzarzado —por lo menos desde Gerschenkron (1962)— en un enconado debate acerca de cuál de ellos es superior, centrándose en la hipótesis de que los sistemas basados en los bancos son en particular adecuados para las economías en desarrollo. No es este el lugar apropiado para reanudar el debate. Más bien, nuestra preocupación es que el interés por los préstamos bancarios monopólicos distrae la atención del importante papel de los mercados de valores en la financiación externa. La financiación accionaria resulta esencial para la expansión de empresas nuevas cuyo activo principal son las oportunidades de crecimiento. En principio, las empresas podrían utilizar la financiación accionaria privada, pero esta financiación enfrenta muchos de los mismos problemas del poder excesivo de los inversionistas que reprime la iniciativa empresarial como lo hace la banca monopólica (véase, por ejemplo, Myers, 1977; Burkart *et al*, 1997). La financiación accionaria pública, para la que se requiere un mercado de valores desarrollado, tiene otras ventajas sobre la financiación accionaria privada. Este sistema permite que los compradores de acciones se diversifiquen. Ofrece a los tenedores iniciales de las acciones, como los capitalistas de riesgo, una atractiva opción de salida por medio de los mercados accionarios públicos. Por último, pero no menos importante, este sistema permite que las empresas programen sus emisiones de acciones para aprovechar la apreciación favorable de los inversionistas hacia su industria o hacia el mercado en su conjunto. Esta apreciación podría desempeñar un papel útil cuando los accionistas se muestran escépticos acerca de la probabi-

⁸ Levine *et al* (2000) hallan que la medida de los derechos de los acreedores de La Porta *et al* (1998) se correlaciona con algunas medidas del desarrollo de los intermediarios financieros entre los países, mientras que su medida de los derechos de los accionistas se correlaciona con el desarrollo del mercado de valores.

lidad de recuperar su dinero con una ganancia. En efecto, Keynes (1931) y otros autores afirman que las burbujas desempeñan un papel importante y positivo de estímulo a la inversión.

En resumen, la distinción entre los sistemas centrados en los bancos y los sistemas centrados en el mercado no constituye un procedimiento en particular útil para distinguir los sistemas financieros. Los derechos de los inversionistas funcionan mejor para explicar las diferencias entre los países, y en efecto son a menudo necesarios para que se desenvuelvan los intermediarios financieros. Además, aunque algunos países atraviesen por la banca monopólica en su proceso de desarrollo, esta etapa es poco recomendable, fuera de constituir un escalón hacia los mercados más desarrollados. Para alcanzar los mercados más desarrollados resulta esencial mejorar los derechos de los inversionistas externos.

IV. LAS POSIBILIDADES DE UNA REFORMA

Durante el pasado decenio, la reforma de la administración corporativa atrajo el interés de la Europa Occidental y Oriental, la América Latina y Asia. Las discusiones se intensificaron desde la crisis financiera asiática y se inclinaron hacia la reforma de “la arquitectura financiera global”. Para analizar cualquier reforma es importante empezar por sus metas. Nuestro análisis sugiere que un objetivo de la reforma de la administración corporativa es la protección de los derechos de los inversionistas externos, tanto de los accionistas como de los acreedores. Como demuestra la información descrita en la sección II, los beneficios de esta reforma serían la expansión de los mercados financieros, la facilidad de la financiación externa de empresas nuevas, el alejamiento de la concentración de la propiedad, la mejora de la eficiencia de la asignación de la inversión y la facilidad de la reestructuración privada de los derechos financieros en una crisis.

¿Qué podrá hacerse entonces para alcanzar estas metas, y cuáles son los obstáculos? A fin de organizar este análisis nos basamos en Coffee (1999) y Gilson (2000) para establecer una distinción entre la convergencia legal y la funcional. La convergencia legal se refiere a los cambios de las reglas y los mecanismos de su aplicación hacia

cierta norma exitosa. A fin de convergir hacia la protección eficaz de los inversionistas, la mayoría de los países requieren una extensa reforma legal, reguladora y judicial. En cambio, la convergencia funcional se refiere a los cambios más descentralizados, basados en el mercado, que no requieren una reforma legal por sí mismos pero llevan a más empresas y activos al campo de la eficaz protección legal de los inversionistas. Analizaremos sucesivamente estas vías de la reforma.

Para la mayoría de los países el mejoramiento de la protección de los inversionistas requiere cambios radicales del sistema legal. Deberán enmendarse en general las leyes de valores, de sociedades mercantiles y de quiebras. La lista particular de las protecciones legales de los inversionistas estudiadas por La Porta *et al* (1998) no es necesaria ni suficiente para estas reformas. Podría haber complementariedades significativas entre diversas leyes respecto a la protección de los accionistas minoritarios: las leyes de valores, por ejemplo, pueden imponer la revelación de información importante, mientras que las leyes de sociedades mercantiles permiten que los accionistas minoritarios actúen con información. Además, tendrían que mejorarse radicalmente los mecanismos reguladores y judiciales de la aplicación de los derechos de accionistas y acreedores. En efecto, la información disponible de la importancia del origen legal, históricamente determinado, para la configuración de los derechos de los inversionistas —lo que podría considerarse como una aproximación a la postura general de la ley hacia los inversionistas externos—, sugiere por lo menos tentativamente que deberán cambiarse de manera simultánea muchas reglas para que un país con escasa protección para los inversionista pueda llegar a la práctica óptima.

La oposición política a este cambio ha sido intensa. Los gobiernos son a menudo reacios a la promulgación de leyes que terminen con el control regulador que ejercen ahora sobre las grandes corporaciones. Las objeciones importantes contra la reforma provienen también de las familias que controlan grandes corporaciones. Desde el punto de vista de estas familias, una mejora de los derechos de los inversionistas externos es ante todo una reducción del valor del control en virtud del deterioro de las oportunidades de expropiación. El valor total de estas empresas podría aumentar a resultas de la re-

forma legal, a medida que la expropiación declina y que los inversionistas financian proyectos nuevos en condiciones más atractivas; sin embargo, el efecto inicial es una pérdida para los de adentro en beneficio de los accionistas minoritarios y los acreedores. Lo que los reformadores consideran como una protección de los inversionistas es percibido por las familias fundadoras como una “expropiación de los empresarios”. Así, no es de extrañar que en todos los países —desde la América Latina hasta Asia y Europa— las familias se hayan opuesto a la reforma legal.

Hay otra razón por la que los de adentro de grandes empresas se oponen a la reforma de la administración corporativa y la expansión de los mercados de capital. Como señala Mayer (1988), las grandes empresas financian de ordinario sus propios proyectos de inversión internamente o por medio de bancos cautivos o estrechamente relacionados. En efecto, La Porta *et al* (1997) observan que la mayor parte del crédito de los países con escasa protección de los acreedores se destina a las pocas empresas más grandes. Estas empresas obtienen la financiación que necesitan, la influencia política derivada del acceso a esta financiación y la protección contra la competencia que surgiría si empresas más pequeñas pudieran obtener también capital externo. Cuando nuevos empresarios tienen buenos proyectos, a menudo deben acudir a las empresas existentes en busca de capital. La deficiente administración corporativa otorga a los de adentro una financiación segura, una política segura y mercados seguros. Ellos tienen así un interés en conservar el sistema tal como se encuentra ahora.

Dada la dominación de la política de grupos de interés, sólo han ocurrido reformas exitosas cuando pudieron destruirse o frenarse los intereses especiales. En este sentido, la reforma de la administración corporativa no difiere de la mayoría de las reformas en los países en desarrollo o en los industrializados (véase, por ejemplo, Hirschman, 1963; Shleifer y Treisman, 2000). Sin embargo, hay algunos ejemplos de significativas reformas legales en la administración corporativa. Ramseyer y Nakazato (1999) describen la reforma legal en Japón después de la segunda Guerra Mundial, cuando el general McArthur, auxiliado por abogados de Chicago y un ejército de ocupación, promulgó una ley de sociedades mercantiles originada en la legislación de

Illinois. Otro ejemplo es el de la regulación de los mercados de valores de los Estados Unidos en 1933-1934, promulgada en medio de la Gran Depresión, que aumentó considerablemente la transparencia corporativa. Un tercer ejemplo es el de cierta refinación de los procedimientos de quiebras introducido en la Asia Oriental después de la crisis de 1997.

Aunque surjan estas oportunidades para la reforma de la administración corporativa, a menudo se desperdician, en parte porque no se considera la necesidad de proteger a los inversionistas. La investigación reciente destaca algunos principios fundamentales de la protección de los inversionistas en los que deberán centrarse las reformas.

El primero de estos principios es el de la importancia de las reglas legales. Los mercados financieros no se configuran sólo por la postura de la ley o la apreciación política prevalecientes a la sazón. Una ilustración de este principio, descrita por Johnson (1999), es el Neuer Markt de Alemania, un segmento de la Bolsa de Valores de Frankfurt creado en particular para el registro de empresas nuevas. En virtud de que el Neuer Markt opera en Alemania, el derecho corporativo, el derecho bursátil y otras leyes y reglamentos básicos que se aplican a las compañías que se registran allí son las normas generales alemanas. La política es alemana también. Como parte de un contrato privado con las empresas que deseen registrarse en el Neuer Markt, la Deutsche Bourse —que opera al Mercado de Valores de Frankfurt— ha dispuesto que estas empresas deberán respetar las normas contables internacionales y aceptar una transparencia mayor que la requerida de las empresas que ya están registradas. La nueva legislación, con sus mayores restricciones para los empresarios, ha acelerado mucho el ritmo de los ofrecimientos públicos iniciales en Alemania. A la vez, los capitanes de la industria alemana la han aceptado porque sus empresas no se veían directamente afectadas. Esto indica una posible estrategia para la superación de la oposición política a la reforma.

Un segundo principio señala que las buenas reglas legales son las que un país puede aplicar. La estrategia para la reforma no consiste en crear un conjunto de reglas ideal para considerar luego cómo puede aplicarse mejor, sino en promulgar las reglas que puedan apli-

carse dentro de la estructura existente. Un ejemplo del éxito de esta política es la legislación bursátil de los Estados Unidos de 1933-1934, descrita por Landis (1938) y por McCraw (1984). Esta legislación imponía a los intermediarios gran parte de la responsabilidad de las prácticas correctas de contabilidad y transparencia en las corporaciones, y centraba la vigilancia reguladora de la Comisión de Valores y Cambios (SEC, por sus siglas en inglés) en estos intermediarios relativamente poco numerosos. La SEC destacaba también la autorregulación de los intermediarios. En consecuencia, una vez que reconocieron el aumento de la demanda de sus servicios, los contadores se convirtieron en una fuerza privada independiente que intentaba asegurar el cumplimiento de los reglamentos referentes a la transparencia. Fue así como una comisión pequeña pudo regular con recursos relativamente escasos un mercado inmenso. Desde entonces, el principio del reclutamiento de intermediarios privados para cumplir los reglamentos bursátiles ha sido seguido por varios países, como Alemania y Polonia.

Un tercer principio para el éxito de la reforma, relacionado con los anteriores, que destacaran Glaeser *et al* (2001), es la idea de que la regulación gubernamental de los mercados financieros podría ser útil cuando no pueda confiarse en la aplicación judicial de los contratos o las leyes. Un ejemplo de la manera en que la regulación puede funcionar cuando la ejecución judicial es limitada se encuentra en la reforma del derecho bursátil de Polonia y de la República Checa, dos economías en transición cuyo poder judicial se consideraba generalmente ineficaz a principios de los años noventa. En ese momento, el gobierno polaco promulgó una inflexible ley bursátil centrada en la protección de los accionistas. Al igual que la ley bursátil de los Estados Unidos, las regulaciones polacas se centraban en una transparencia significativa de las nuevas emisoras y de las empresas ya registradas, así como en el licenciamiento y la estrecha vigilancia administrativa de los intermediarios. La ley creaba también una poderosa SEC con grandes facultades para el cumplimiento forzoso que no requerían la intervención de los tribunales. A esta reforma siguió un desarrollo notorio del mercado de valores de Polonia en el que tanto las compañías nuevas como las que ya se encontraban registradas podían obtener capital accionario.

En cambio, el gobierno checo no promulgó sólidas leyes bursátiles ni creó un poderoso regulador del mercado en el momento de la privatización. Quizá por esa razón los mercados checos han sido plagados de una expropiación masiva de los accionistas minoritarios: la llamada “canalización” de los activos de empresas y fondos mutualistas. Al contrario de lo que ocurría en el mercado polaco, el checo se estancó, con centenares de compañías sacadas del registro y una ausencia virtualmente de financiación bursátil privada en las empresas (véase Coffee, 1999; Pistor, 1999; Glaeser *et al*, 2001). La comparación de Polonia con la República Checa resulta en particular esclarecedora porque estos dos países tienen ingresos, políticas económicas y calidad del sistema judicial muy similares. En estas circunstancias, la regulación del mercado de valores y de las empresas registradas de Polonia, centrada en la protección de los inversionistas, desempeñó al parecer un papel benéfico.

Las regulaciones exitosas de los mercados de valores de los Estados Unidos, los mercados financieros de Polonia y el Neuer Markt de Alemania exhiben un elemento en común: la transparencia extensa y obligatoria de la información financiera por parte de las emisoras, cuya veracidad está a cargo de intermediarios financieros estrictamente regulados. Aunque dicha transparencia no es suficiente por sí sola, sin el derecho de los accionistas para imponerla, parece un elemento clave para la protección de estos accionistas. Dado que la reforma legal es lenta y vacilante en la mayoría de los países, la “convergencia funcional” podría ayudar a mejorar la protección de los inversionistas. La liberación de los mercados de capital en muchos países ha aumentado no sólo la corriente de la inversión extranjera hacia ellos, como lo documentan Henry (2000) y Stulz (1999), sino también la presión económica y política para crear instrumentos financieros que los inversionistas extranjeros consideren aceptables. Estas presiones originan varias modalidades de la convergencia funcional. Cuando los contratos se cumplen, las compañías de regímenes legales desprotegidos pueden ofrecer a sus inversionistas contratos individualizados, como las escrituras constitutivas, con mayores derechos que los ofrecidos por la ley en general. Es posible que esta estrategia dependa de una capacidad ejecutiva de los tribunales mayor que la efectivamente existente, y que omita también el benefi-

cio de bien público de las reglas generales. Un enfoque más promotor consiste en que las compañías adopten los regímenes legales más favorables para los inversionistas. Esto podría hacerse registrando los valores de una compañía en una bolsa que proteja a los accionistas minoritarios mediante la transparencia u otros mecanismos. Así lo hacen en efecto muchas compañías que registran sus acciones como Recibos de Depósito Americanos (ADRS) en los Estados Unidos. Pero este registro impone sólo restricciones limitadas a los de adentro: aunque mejora la transparencia, de ordinario no otorga a los accionistas minoritarios muchos derechos efectivos.

Un mecanismo relacionado y cada día más importante, para ubicarse dentro de un régimen legal más protector, consiste en ser adquirido por una empresa que ya esté operando dentro de este régimen. Cuando una empresa británica adquiere en su totalidad una empresa sueca, disminuyen las probabilidades de la expropiación legal de los inversionistas. En virtud de que los accionistas controladores de la compañía sueca son compensados en un arreglo tan amistoso por la pérdida de las ganancias privadas del control, es más posible que lo acepten. Al remplazar la dispendiosa expropiación por las ganancias y los dividendos repartidos por la bolsa, estas adquisiciones incrementan la eficiencia.

Es importante reconocer las limitaciones de la convergencia funcional, sobre todo en lo que se refiere a los derechos de los acreedores. Los activos ubicados en países particulares permanecen generalmente bajo la jurisdicción de las leyes de estos países. Sin una reforma de la ley de quiebras, es improbable que los mecanismos de adopción se ocupen de los problemas legales enfrentados por los acreedores. Así pues, a pesar de los beneficios de la adopción del régimen legal más protector para la financiación externa, es improbable que este mecanismo sustituya por completo a la reforma legal de buena fe.

CONCLUSIONES

Este ensayo describe la protección legal de los inversionistas como un enfoque de la administración corporativa potencialmente útil. La protección sólida de los inversionistas podría ser una manifestación en particular importante de la mayor seguridad de los derechos

de propiedad frente a la interferencia política en algunos países. En el terreno empírico, una sólida protección de los inversionistas se asocia a una administración corporativa eficaz, como se refleja en los mercados financieros ricos y amplios, la dispersión de la propiedad de las acciones y la asignación eficiente del capital entre las empresas. El uso de la protección de los inversionistas como punto de partida parece un procedimiento para describir las diferencias entre los regímenes de la administración corporativa de diversos países más fructífero que algunas de las clasificaciones más tradicionales, como la concentración de la banca o del mercado.

Una consecuencia importante de este enfoque es que la liberación de los mercados financieros para que operen por sí solos no constituye un procedimiento eficaz para estimularlos. Los mercados financieros necesitan cierta protección para los inversionistas externos, ya sea por parte de los tribunales, dependencias gubernamentales o los propios participantes del mercado. La mejora de esa protección es una tarea difícil. En parte, la naturaleza de la protección de los inversionistas, y más generalmente la naturaleza de la regulación de los mercados financieros, se arraiga de manera profunda en la estructura legal de cada país y en el origen de sus leyes. Es posible que la reforma marginal no conduzca a la consecución de las metas del reformador. En parte, los arreglos de la administración corporativa benefician a los políticos y a los intereses económicos creados, incluidas las familias que administran a las empresas más grandes de la mayoría de los países del mundo. La reforma de la administración corporativa deberá superar la oposición de estos intereses. A pesar de estas dificultades, la reforma de la protección de los inversionistas resulta políticamente viable en ciertas circunstancias y puede generar considerables beneficios. Podría asumir la forma de una adopción de regímenes legales más protectores o la de introducción de cambios más radicales en la estructura legal. La integración de los mercados de capital del mundo torna más posibles estas reformas ahora que en los decenios anteriores.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Allen, F., y D. Gale (2000), *Comparing Financial Systems*, Cambridge, MIT Press.

- Aoki, M., y H. Patrick (1993), *The Japanese Main Bank System: Its Relevance for Developing and Transforming Economies*, Nueva York, Oxford University Press.
- Barca, F. (1995), "On Corporate Governance in Italy: Issues, Facts, and Agency", ensayo de trabajo inédito, Roma, Banco de Italia.
- Bebchuk, L. (1999), "The Rent Protection Theory of Corporate Ownership and Control", ensayo de trabajo inédito, Cambridge, Escuela de Derecho de Harvard.
- Beck, T., R. Levine y N. Loayza (2000), "Finance and the Source of Growth", *Journal of Financial Economics* 58, pp. 261-300.
- Bennedsen, M., y D. Wolfenzon (2000), "The Balance of Power in Closely Held Corporations", *Journal of Financial Economics* 58, pp. 113-139.
- Berglof, E., y L. von Thadden (1999), "The Changing Corporate Governance Paradigm: Implications for Transition and Developing Countries", ensayo de trabajo inédito, Instituto de Economía de Transición de Estocolmo.
- Burkart, M., D. Gromb y F. Panunzi (1997), "Large Shareholders, Monitoring, and Fiduciary Duty", *Quarterly Journal of Economics*, 112, páginas 693-728.
- Cameron, R. (1961), *France and the Economic Development of Europe*, Princeton, Princeton University Press.
- Carlin, W., y C. Mayer (1999), "Finance, Investment and Growth", ensayo de trabajo inédito, Londres, University College.
- Claessens, S., S. Djankov y L. Lang (2000), "The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations", *Journal of Financial Economics* 58, pp. 81-112.
- , —, J. Fan y L. Lang (1999), "Expropriation of Minority Shareholders in East Asia", ensayo de trabajo inédito, Washington, Banco Mundial.
- Coase, R. (1961), "The Problem of Social Cost", *Journal of Law and Economics* 3, pp. 1-44.
- Coffee, J. (1999), "The Future as History: The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and its Implications", *Northwestern Law Review* 93, pp. 631-707.
- (2000), "Privatization and Corporate Governance: The Lessons from Securities Market Failure", Ensayo de Trabajo 158, Nueva York, Escuela de Derecho de Columbia.
- David, R., y J. Brierley (1985), *Major Legal Systems in the World Today*, Londres, Stevens and Sons.
- Demirgüç-Kunt, A., y V. Maksimovic (1998), "Law, Finance, and Firm Growth", *Journal of Finance* 53, pp. 2107-2139.
- Easterbrook, F., y D. Fischel (1991), *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge, Harvard University Press.
- Edwards, J., y K. Fischer (1994), *Banks, Finance and Investment in West Germany Since 1970*, Cambridge University Press.

- European Corporate Governance Network (ECGN) (1997), "The Separation of Ownership and Control: A Survey of 7 European Countries Preliminary Report to the European Commission", vols. 1-4, Bruselas, European Corporate Governance Network.
- Finer, S. (1997), *The History of Government*, vol. III, Cambridge, Cambridge University Press.
- Gerschenkron, A. (1962), *Economic Backwardness in Historical Perspective*, Cambridge, Belknap Press para Harvard University Press.
- Gilson, R. (2000), "Globalizing Corporate Governance: Convergence of Form or Function", ensayo de trabajo inédito, Stanford, Universidad de Stanford.
- Glaeser, E., S. Johnson y A. Shleifer (2001), "Coase versus the Coasians", *Quarterly Journal of Economics*.
- Gorton, G., y F. Schmid (2000), "Universal Banking and the Performance of German Firms", *Journal of Financial Economics* 58, pp. 29-80.
- Grossman, S., y O. Hart (1988), "One-Share-one-Vote and the Market for Corporate Control", *Journal of Financial Economics* 29, pp. 175-202.
- Harris, M., y A. Raviv (1988), "Corporate Governance Voting Rights and Majority Rules", *Journal of Financial Economics* 20, pp. 203-236.
- Hart, O. (1995), "Firms, Contracts, and Financial Structure", Londres, Oxford University Press.
- Hellwig, M. (1999), "On the Economics and Politics of Corporate Finance and Corporate Control", ensayo de trabajo inédito, Universidad de Mannheim.
- Henry, P. (2000), "Do Stock Markets Liberalizations Cause Investment Booms?", *Journal of Financial Economics* 58, pp. 301-334.
- Hirschman, A. (1963), *Journeys Toward Progress*, Nueva York, The Twentieth Century Fund.
- Hoshi, T., A. Kashyap y D. Scharfstein (1991), "Corporate Structure, Liquidity, and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups", *Quarterly Journal of Economics* 106, pp. 33-60.
- Jensen, M. (1989), "Eclipse of the Modern Corporation", *Harvard Business Review* 67, pp. 61-74.
- , y W. Meckling (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics* 3, pp. 305-360.
- Johnson, S. (1999), "Does Investor Protection Matters? Evidence from Germany's Neuer Markt", ensayo de trabajo inédito, Cambridge, MIT Press.
- , P. Boone, A. Breach y E. Friedman (2000a), "Corporate Governance in the Asian Financial Crisis", *Journal of Financial Economics* 58, pp. 141-186.
- , R. La Porta, F. López de Silanes y A. Shleifer (2000b), "Tunneling", *American Economic Review Papers and Proceedings* 90, pp. 22-27.
- Kang, J., y R. Stulz (1998), "Do Banking Shocks Affect Borrowing Firm Performance? An Analysis of the Japanese Experience", ensayo de trabajo inédito, Columbus, Universidad Estatal de Ohio.

- Keynes, J. (1931), "An Economic Analysis of Unemployment", *Collected Writings*, vol. XII, Londres, Macmillan.
- King, R., y R. Levine (1993), "Finance and Growth: Schumpeter Might be Right", *Quarterly Journal of Economics* 108, pp. 717-738.
- Landis, J. (1938), *The Administrative Process*, New Haven, Yale University Press.
- La Porta, R., F. López de Silanes y A. Shleifer (1999), "Corporate Ownership Around the World", *Journal of Finance* 54, pp. 471-517.
- , —, — y R. Vishny (1997), "Legal Determinants of External Finance", *Journal of Finance* 52, pp. 1131-1150.
- , —, — y — (1998), "Law and Finance", *Journal of Political Economy* 106, pp. 1113-1155.
- , —, — y — (1999a), "The Quality of Government", *Journal of Law, Economics and Organization* 15, pp. 222-279.
- , —, — y — (1999b), "Investor Protection and Corporate Valuation", Ensayo de Trabajo de la NBER 7403, Cambridge, Oficina Nacional de Investigación Económica.
- , —, — y — (2000), "Agency Problems and Dividend Policies Around the World", *Journal of Finance* 55, pp. 1-33.
- Levine, R., y S. Zervos (1998), "Stock Markets, Banks and Economic Growth", *American Economic Review* 88, pp. 537-558.
- , N. Loayza y T. Beck (2000), "Financial Intermediary Development and Economic Growth: Causality and Causes", *Journal of Monetary Economics*, 46, pp. 31-77.
- Mayer, C. (1988), "New Issues in Corporate Finance", *European Economic Review* 32, pp. 1167-1188.
- McCraw, T. K. (1984), *Prophets of Regulation*, Cambridge, The Belknap Press para Harvard University Press.
- Modigliani, F., y M. Miller (1958), "The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment", *American Economic Review* 48, pp. 261-297.
- , y E. Perotti (1998), "Security versus Bank Finance: The Importance of a Proper Enforcement of Legal Rules", ensayo de trabajo inédito, Cambridge, MIT Press.
- Morck, R., y M. Nakamura (1999), "Banks and Corporate Control in Japan", *Journal of Finance* 54, pp. 319-340.
- , B. Yeung y W. Yu (2000), "The Information Content of Stock Markets: Why do Emerging Markets Have Synchronous Price Movements?", *Journal of Financial Economics* 58, pp. 215-260.
- Myers, S. (1977), "Determinants of Corporate Borrowing", *Journal of Financial Economics* 5, pp. 147-175.
- Nenova, T. (1999), "The Value of a Corporate Vote and Private Benefits: A Cross-Country Analysis", ensayo de trabajo inédito, Cambridge, Universidad de Harvard.

- Pistor, K. (1999), "Law as a Determinant of Equity Market Development", ensayo de trabajo inédito, Cambridge, Universidad de Harvard.
- Porter, M. (1992), "Capital Disadvantage: America's Falling Capital Investment System", *Harvard Business Review* 46, pp. 65-72.
- Rajan, R., y L. Zingales (1998), "Financial Dependence and Growth", *American Economic Review* 88, pp. 559-586.
- , y —— (1999), "The Politics of Financial Development", ensayo de trabajo inédito, Chicago, Universidad de Chicago.
- Ramseyer, M., y M. Nakazato (1999), *Japanese Law: An Economic Approach*, Chicago, University of Chicago Press.
- Sapienza, P. (1999), "The Effects of Bank Mergers on Loan Contracts", ensayo de trabajo inédito, Chicago, Universidad Northwestern.
- Shleifer, A., y R. Vishny (1997), "A Survey of Corporate Governance", *Journal of Finance* 52, pp. 737-783.
- , y D. Treisman (2000), *Without a Map: Political Tactics and Economic Reform in Russia*, Cambridge, MIT Press.
- Stigler, G. (1964), "Public Regulation of the Securities Market", *Journal of Business* 37, pp. 117-142.
- Stulz, R. (1999), "International Portfolio Flows and Securities Markets", Ensayo de Trabajo 99-3, Columbus, Fisher College of Business, Universidad Estatal de Ohio.
- Weinstein, D., y Y. Yafeh (1998), "On the Cost of a Bank-Centered Financial System: Evidence from the Main Bank Relations in Japan", *Journal of Finance* 53, pp. 635-672.
- Wolfenzon, D. (1999), "A Theory of Pyramidal Structures", ensayo de trabajo inédito, Cambridge, Universidad de Harvard.
- Wurgler, J. (2000), "Financial Markets and the Allocation of Capital", *Journal of Financial Economics* 58.
- Zingales, L. (1994), "The Value of the Voting Right: A Study of the Milan Stock Exchange", *The Review of Financial Studies* 7, pp. 125-148.
- (1995), "Inside Ownership and the Decision to go Public", *Review of Economic Studies* 62, pp. 425-448.