

La evolución del mercado de capitales: requisitos frente a la apertura

Introducción

El programa de internacionalización de la economía puesto en marcha en 1990 demandará en los próximos años un notable aumento de la inversión privada; algunas de las empresas existentes tendrán que reconvertirse y surgirán otras nuevas, orientadas hacia el mercado exterior. El éxito de este proceso dependerá en parte de la disponibilidad de recursos para financiar la inversión, tanto internos como externos a las empresas. De estos últimos, los provenientes del mercado de capitales doméstico, deberán desempeñar un papel muy importante para el éxito de toda la estrategia.

En la década de los ochenta varias decisiones de política económica se orientaron en forma consistente a buscar la recuperación del mercado de capitales, y específicamente del mercado accionario. Seguramente las más importantes fueron aquellas dirigidas a remover las distorsiones existentes en el mercado, producidas principalmente por las diferencias en gravámenes aplicados a las distintas fuentes de financiación, por la presencia de algunos subsidios al crédito o por la falta de información.

Así mismo, se proporcionaron algunos estímulos en este período, entre los que se cuentan la exoneración de impuestos a la inversión en acciones y a algunos inversionistas institucionales, y el otorgamiento de crédito a tasas inferiores a la de mercado para la adquisición de nuevos papeles: los bonos obligatoriamente convertibles en acciones (BOCEAS). Se otorgaron

también incentivos tributarios a la apertura de las sociedades. En suma, se fue creando un medio ambiente muy favorable para que el mercado accionario llegase a desempeñar el papel que de él se espera en el actual proceso de apertura.

En el último quinquenio, sin embargo, la respuesta del mercado de acciones y bonos a estas medidas no fue muy favorable, aunque registró ciertos síntomas de recuperación. Las ofertas de nuevas acciones y de BOCEAS se mantuvieron relativamente estables, mientras que las de bonos presentaron un elevado crecimiento en algunos años y tasas negativas en otros. El volumen transado de estos papeles representa aún un porcentaje reducido del PIB o de la inversión, manteniéndose su participación todavía muy por debajo de la que tenía en décadas anteriores.

La corrección parcial de los sesgos tributarios produjo también cambios en la estructura financiera de las sociedades, aunque no todos en la dirección esperada. Si bien las empresas disminuyeron su relación de endeudamiento a partir de la segunda mitad de la década, lo cual era uno de los objetivos centrales de las medidas, la financiación mediante emisión de acciones no logró la evolución deseada e inclusive llegó a reducirse.

Respecto del otro componente del mercado de capitales, el crédito de mediano y largo plazo, también se adoptaron a lo largo de la década importantes medidas de política para fortalecerlo: entre ellas cabe mencionar la reducción de los subsidios al crédito de fomento, la introduc-

ción de la figura de la capitalización de intereses para los créditos de los fondos financieros, la autorización a los bancos para conceder financiación de mediano y largo plazo y algunas disposiciones para mermar los riesgos y aumentar la información disponible en el mercado. Dichas medidas, con excepción de la relacionada con los subsidios, se adoptaron recientemente, lo que hace prematuro todavía estimar su impacto.

Estas Notas intentan así una evaluación preliminar de los efectos de las medidas de política mencionadas sobre la operación del mercado de capitales. Constan de tres partes: en la primera se describen las medidas adoptadas en los últimos años con el fin de corregir las distorsiones existentes en el mercado colombiano y estimular su operación. En la segunda parte se mencionan las funciones que debe cumplir un mercado de capitales eficiente en un proceso de reestructuración industrial como el que está viviendo la economía colombiana. Luego, en la tercera sección, se analiza la respuesta a las medidas de estímulo adoptadas en el último quinquenio. Final-

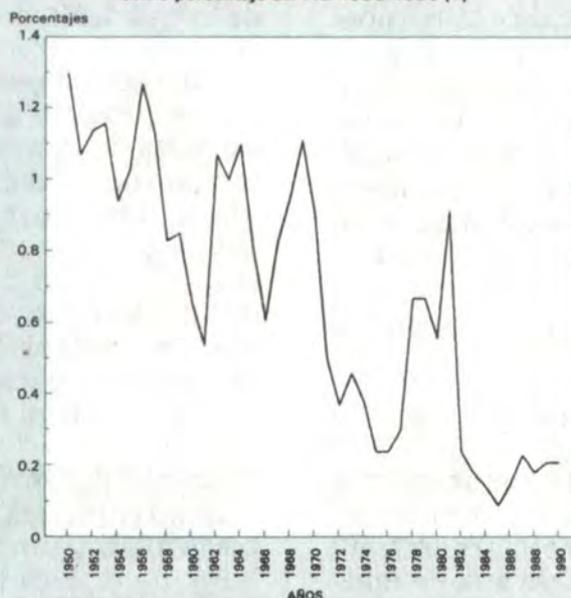
mente, se presentan algunas conclusiones y propuestas.

I. Las políticas de estímulo del mercado de capitales

A. Antecedentes

Desde la creación de las bolsas de valores, en la década de los veinte, hasta comienzos de los años sesenta, las acciones fueron prácticamente el único instrumento negociado en estas instituciones. Las transacciones restantes se dieron en unos pocos papeles oficiales de renta fija, particularmente en cédulas del BCH. A partir de entonces, tanto la política tributaria como la decisión de convertir las empresas en sociedades cerradas por parte de quienes se fueron haciendo a su control, condujeron a una reducción paulatina del mercado accionario. En la Gráfica 1 se ilustra este fenómeno. En ella se observa, aunque con altibajos, su progresivo deterioro: como participación del PIB, las transacciones de acciones en las bolsas pasaron de representar 1.3% en 1950 a un mínimo de 0.1% en 1985.

GRAFICA 1
Transacciones de acciones en las bolsas
como porcentaje del PIB 1950-1990 (1)



(1) Para el período 1950-1960 sólo se reportan las transacciones en la Bolsa de Bogotá. Desde 1962 se incluyen las transacciones en la Bolsa de Medellín y a partir de 1983 las de la Bolsa de Occidente.

Fuente: Revista del Banco de la República y Bolsa de Bogotá. 60 años.

La política tributaria fue en buena medida responsable de este proceso de deterioro. Por el lado de la oferta de acciones, el establecimiento de la deducibilidad tributaria de los pagos por intereses le proporcionó una gran ventaja a la financiación con deuda frente a la emisión de acciones. Por el lado de la demanda, la introducción de la doble tributación de los dividendos en los años cincuenta redujo el atractivo hacia la inversión en acciones. En parte como consecuencia de estas medidas de política así como por razones de control de las empresas, en la década de los sesenta el endeudamiento empezó a desplazar a las acciones como fuente principal de financiación de la sociedad anónima ⁽¹⁾.

Con el propósito de revertir esta tendencia, a lo largo de la década de los ochenta y en el año 1990 se expidieron una serie de medidas de tipo tributario, financiero e institucional, destinadas en su conjunto a fortalecer al mercado de capitales y en particular al mercado accionario. Entre ellas se destacan la reducción y nivelación de las cargas tributarias sobre las diversas fuentes de financiación, la creación de nuevos papeles, el estímulo a los inversionistas institucionales y al capital extranjero, la virtual eliminación de los subsidios al crédito y la reducción de los problemas de información. A continuación se describen más ampliamente las medidas y se analiza su incidencia sobre el comportamiento de las sociedades y los inversionistas.

B. La tributación y el mercado accionario

1. Normas que afectan el costo de uso del capital y la financiación de la inversión

Desde mediados de los cincuenta, la legislación tributaria otorgó un tratamiento preferencial al endeudamiento frente a la emisión de acciones como forma de financiación de la inversión, lo que trajo

como consecuencia que el costo de contraer deudas para las empresas fuera mucho más reducido que el costo del capital accionario. Con el fin de corregir esta distorsión, la Ley 75 de 1986 buscó nivelar fiscalmente ambos costos, al menos en el largo plazo, para lo cual suprimió la deducibilidad de los gastos financieros de la base gravable. Esa eliminación, que debía proceder en forma gradual (10% anual durante 10 años) y aplicarse sólo sobre el componente inflacionario de los intereses, se congeló en 30% entre 1988 y 1991; a partir de 1992, de acuerdo con lo contemplado en el Decreto 2686 de 1988, se reanuda el proceso, que debe alcanzar el 100% en 1998.

Con esta medida, se redujo paulatinamente la diferencia entre el costo del capital accionario y el costo del endeudamiento especialmente durante el período 1986-1988; es decir, para las empresas se fue mermando el atractivo de adquirir pasivos con respecto a emitir acciones. En un ejercicio reciente de simulación se encontró que en el año 1985 la diferencia entre estos dos costos podía ser de cerca de 15 puntos en contra de la financiación accionaria, mientras que en el año 1987 la diferencia se había reducido a cerca de 10 puntos ⁽²⁾.

Además de la medida mencionada, la Ley 75 de 1986 disminuyó la tarifa de renta aplicable a las sociedades anónimas, del 40% al 30%, reducción efectuada en un lapso de cuatro años, y niveló la tributación a la renta de la sociedad anónima con la de la limitada, cuya tarifa era del 18%;

(1) Los aportes de capital accionario pasaron de representar el 44.4% de los recursos de financiación de las sociedades anónimas manufactureras en 1960, a 14.2% en 1965 y a 9.8% en 1970. Cifras de L. A. Zuleta, "La bolsa de valores en el mercado secundario de activos diferentes de las acciones", *Bolsa de Bogotá. 60 años*, pág. 77.

(2) Véase Valderrama, M. T., "Impacto de la reforma tributaria de 1986 sobre la estructura patrimonial de las empresas", mimeo, Departamento de Investigaciones Económicas, Banco de la República, noviembre de 1990.

esta elevada diferencia de gravámenes había llevado a que prácticamente no se hubieran creado sociedades anónimas en la década anterior. La citada norma colocó en igualdad de circunstancias a los dos tipos de sociedades, reduciendo además el costo del capital para las anónimas.

2. *Tributación y demanda de acciones*

Si bien las disposiciones anteriores favorecen básicamente la oferta de acciones, las reformas contemplaron también medidas para estimular su demanda, siendo la más importante de ellas la eliminación de la doble tributación de los dividendos. Antes de 1986, el mismo ingreso por dividendos se gravaba tanto en cabeza del socio como de la sociedad y con la Ley 75 se suprimió la tributación a la renta en cabeza de los accionistas ⁽³⁾.

Igualmente, esta Ley exceptuó de impuestos la utilidad nominal obtenida con la valorización de acciones, permitiendo ajustar sus precios en el momento de venta en la cuantía correspondiente al acumulado de la inflación entre la fecha de adquisición y la de su enajenación. La Ley 49 de 1990 vino a complementar esta última norma, estableciendo en su artículo 40. que la rentabilidad que se obtiene como producto de la valorización al vender en Bolsa la acción no tendrá impuesto de renta ni de ganancia ocasional. Por su parte, un decreto anterior, el 1321 de 1989, había eliminado el impuesto al patrimonio sobre las acciones, con vigencia a partir de 1992. Como consecuencia de todas estas medidas, la inversión en acciones se convertirá a partir de dicho año en la única alternativa exenta de los impuestos de renta, patrimonio y ganancia ocasional. Ello constituye un enorme estímulo a la inversión en estos papeles.

C. Disponibilidad de nuevos títulos

1. *Bonos obligatoriamente convertibles en acciones (BOCEAS)*

Estos instrumentos cuya característica principal consiste en que al suscribirlos el inversionista anticipa una capitalización convenida, se introdujeron en el mercado colombiano en 1983, en una época de crisis que afectó también al sector financiero. Surgieron como respuesta a la situación de deterioro patrimonial de las empresas y a la obvia dificultad de capitalización en esos años mediante los sistemas tradicionales de la retención de utilidades o la emisión de acciones. Dadas estas circunstancias, era preciso introducir un mecanismo de capitalización empresarial que proporcionara rendimientos cercanos a los del mercado, a su vez no dependientes de las utilidades. Los BOCEAS se diseñaron para llenar estas exigencias y se diferencian de los bonos tradicionales en que su vencimiento no implica para las empresas emisoras un desembolso en dinero correspondiente a su valor, sino la conversión de éstos en acciones ⁽⁴⁾.

Con el fin de estimular el mercado de estos bonos el gobierno otorgó crédito subsidiado para su adquisición, mediante los Fondos de Capitalización Empresarial (FCE) y de Democratización del Sistema Financiero (FDSF), creados por las Resoluciones 16 y 42 de 1983 de la Junta Monetaria. El objetivo inicial del FCE

(3) La doble tributación se empezó a desmontar con la Ley 9a. de 1983, que permitió descontar del monto del impuesto sobre la renta un porcentaje de los dividendos recibidos.

(4) Véase el artículo "Bonos obligatoriamente convertibles en acciones", *Boletín de la Comisión Nacional de Valores*, Año 4, Vol. 4, No. 6, 1986, pp. 6-13.

fue otorgar crédito para la compra de acciones o BOCEAS de las sociedades anónimas manufactureras, mientras que el FDSF apoyó la capitalización de bancos y corporaciones financieras.

2. Acciones preferenciales sin derecho a voto

Con estas acciones, creadas recientemente (Ley 27 de febrero de 1990), se busca solucionar algunos de los problemas que siguen persistiendo en el mercado, asociados principalmente con la negativa de los grandes accionistas a diluir el control de la empresa. Estos papeles le permiten a los propietarios de las empresas obtener recursos del público sin la preocupación de que los nuevos accionistas puedan entorpecer el manejo de la firma. Por su parte, del lado de la demanda, el nuevo accionista tendrá la garantía de recibir un dividendo pactado sin depender de la voluntad de los accionistas mayoritarios, el cual no podrá ser inferior al que se decreta a favor de las acciones ordinarias ⁽⁵⁾.

De acuerdo con la Ley 27 de 1990 la emisión de acciones preferenciales no puede representar más del 25% del capital de las sociedades y además, cuando una empresa las emita por primera vez, debe colocarlas en oferta pública; de esta manera se trata de evitar que tales acciones queden necesariamente en manos de los accionistas con derechos preferenciales, como ocurrió con los BOCEAS en el pasado ⁽⁶⁾.

D. Estímulo a los inversionistas institucionales

Dadas las posibilidades de control que ejercen los grupos mayoritarios, y los elevados costos de conformar un portafolio eficiente, los inversionistas institucionales constituyen la alternativa más atractiva para que el pequeño accionista llegue a invertir en las grandes sociedades anónimas.

Las razones de ello están en la capacidad que tienen de diversificar riesgos en mayor medida que el inversionista individual y en el hecho de que enfrentan menores costos de transacción. De allí la conveniencia de estimular la creación de nuevos inversionistas institucionales y la inversión en acciones por parte de estas entidades. Mencionemos algunas de las medidas adoptadas en los últimos años con esta orientación.

La Ley 75 de 1986 estableció que las utilidades que reciben los suscriptores de los Fondos de Inversión se asimilan a dividendos, y como tales están exonerados de impuestos en cabeza del suscriptor. Además, cuando los ingresos obtenidos por el Fondo provengan de dividendos, quedarán libres de impuestos en cabeza del Fondo (y obviamente de los suscriptores). Por otro lado, la inversión en acciones no forma parte de la base para el cálculo de la renta presuntiva. En conclusión, la inversión en acciones por los Fondos de Inversión no genera impuesto alguno para éste ni para sus suscriptores ⁽⁷⁾.

(5) Estas acciones tienen, sin embargo, la característica de que corren la misma suerte de toda acción, recibiendo dividendos en la medida en que existan utilidades para repartir. La legislación contempla, no obstante, la posibilidad de acumular el dividendo preferencial. Si el dividendo no se paga (o se paga en forma incompleta) en un ejercicio se acumula hasta por los tres ejercicios anuales subsiguientes, o un período mayor, si así lo disponen los estatutos de la sociedad. El dividendo acumulado debe a su vez pagarse con prelación tan pronto existan utilidades que lo permitan. Si no se pagan los dividendos en su totalidad durante dos años consecutivos, el accionista preferente adquiere el derecho de voto, que conserva hasta tanto le sean pagados los dividendos acumulados correspondientes.

(6) Varios analistas han mencionado que la emisión de este nuevo papel ha tenido mucha acogida en Brasil. Según la Revista del Banco Central de este país, entre 1988 y 1990 estos papeles representaron en promedio el 68.1% del total de nuevas emisiones de acciones. En Colombia, sin embargo, todavía no se han emitido acciones de este tipo, siendo por lo tanto prematuro juzgar los resultados de su introducción. Las empresas probablemente requieren de más tiempo para asimilar un nuevo instrumento. Una discusión más amplia al respecto se encuentra en el artículo de Luis F. Uribe, "Las acciones preferenciales y el desarrollo del mercado de capitales en Colombia", *Boletín de la Comisión Nacional de Valores*, Año 7, Vol. 7, No. 4, 1990, pág. 8.

(7) En el caso de los Fondos Mutuos de Inversión (de empleados), los dividendos están exentos de impuestos tanto en cabeza del Fondo como del suscriptor.

Adicionalmente, la reciente Reforma Tributaria (Ley 49 de 1990), buscando fortalecer aún más a los inversionistas institucionales, exoneró del impuesto de renta y complementarios no sólo a los Fondos de Inversión sino también a los de Cesantías, Pensiones y Valores.

Finalmente, con la Reforma Laboral (Ley 50 de 1990) se crea un nuevo tipo de inversionista institucional, el Fondo de Cesantías. Como es sabido, para los contratos de trabajo posteriores a la expedición de esta Ley desaparece la doble retroactividad de las cesantías y por lo tanto éstas deberán liquidarse en forma definitiva cada año y depositarse a nombre del trabajador en algún Fondo de Cesantías. Estos agentes dispondrán, en consecuencia, de importantes volúmenes de recursos para invertir. Los estímulos ya están por lo tanto dados para que inversionistas institucionales como los Fondos de Pensiones y los de Cesantías se constituyan en un motor del mercado accionario, como ocurre en otros países ⁽⁸⁾. Con la legislación actual y en especial con los regímenes de control establecidos, estos fondos no deben significar un riesgo especial para los depositantes.

E. Eliminación de los subsidios al crédito de fomento

Un soporte importante del mercado de capitales lo constituye el crédito de fomento ⁽⁹⁾. Los subsidios en este crédito estuvieron, sin embargo, financiados con una carga parafiscal sobre los ahorradores y el sector financiero a través de las inversiones forzosas, cuyo efecto fue el de aumentar los costos de los intermediarios, obligándolos a elevar sus márgenes y en consecuencia las tasas del crédito ordinario.

Con el propósito de incrementar la rentabilidad para los intermediarios de estas operaciones, y eliminar las pérdidas producidas en los Fondos Financieros por causa de las bajas tasas de redescuento, la

Junta Monetaria fue reduciendo los subsidios. En 1983 (Resolución 109) empezó a utilizar una tasa de interés variable, referida a los costos de captación del mercado, la DTF, para la porción no redescontada de los créditos industriales; así se aumentó y se garantizó la permanencia del margen de rentabilidad para los intermediarios de estos préstamos. Con las Resoluciones 24 y 25 de 1987 se extendió la flexibilización a la parte redescontable y se aplicó además a la totalidad de las líneas de crédito, excepción hecha de algunas del FFAP. Finalmente, la definición de la DTF se oficializó con la Resolución 42 de 1988.

La nivelación de estas tasas con las del mercado, que se puede observar en el Cuadro 1, permitirá otorgar mayor crédito dirigido en el futuro, ahora sin subsidios —con la excepción de algunas líneas de financiación agrícola y a las zonas de frontera—, al tiempo que se amplió su cobertura a la gran mayoría de sectores productivos. De esta manera el mecanismo está compensando, en parte, las deficiencias del mercado en el otorgamiento de crédito de largo plazo a algunos sectores.

(8) En Estados Unidos y Gran Bretaña los Fondos de Pensiones poseen en la actualidad cerca del 30% de las acciones en circulación (cifra tomada del "International Finance Survey", *The Economist*, abril 27 de 1991, p. 8). En Colombia, sin embargo, a fines de 1987 los fondos de inversión y los fondos mutuos de empleados poseían tan sólo el 0.7% del total de acciones en circulación de las sociedades inscritas en el registro nacional de valores. Véase Uribe, Luis F. y Sussy Rueda, "Concentración de la propiedad accionaria en Colombia", *Boletín de la Comisión Nacional de Valores*, Año 6, Vol. 6, No. 6, 1989, pág. 7.

(9) Evidencia de la Encuesta Manufacturera permite afirmar que los recursos de crédito de fomento han representado en promedio en los últimos años cerca del 10% de la inversión industrial. Por otra parte, si se comparan las necesidades de recursos externos a las firmas para financiar la inversión privada —información que se puede obtener de las Cuentas Nacionales y de las Cuentas Financieras— con las aprobaciones de crédito de fomento industrial del Banco de la República, se encuentra que estas últimas cubrirían el 46.2% del déficit de recursos para financiar la inversión en 1986, el 36.7% en 1987 y el 56.8% en 1988. Véase al respecto el artículo de Olga L. Acosta, "Situación de las Empresas Privadas", Departamento de Investigaciones Económicas, mayo de 1991, pág. 16.

CUADRO 1
Tasas de interés de los créditos de los fondos financieros 1985-1990 (1)

| Año | Fondo Financiero Industrial (FFI) (2) | Fondo para Inversiones Privadas (FIP) (3) | Fondo de Capitalización Empresarial (FCE) (4) | Fondo Financiero Agropecuario (FFAP) (5) |
|------------|---------------------------------------|---|---|--|
| 1985 | 26.0 | 27.0 | — | 21.0 |
| 1986 | 26.0 | 29.0 | 26.0 | 22.0 |
| 1987 | DTF+2 | DTF+4 | DTF+3.5 | 24.5 |
| 1988 | DTF+2 | DTF+4 | DTF+3.5 | 32.0 |
| 1989 | DTF+3 | DTF+3 | DTF+4.5 | DTF+1 |
| 1990 | DTF+6 | DTF+6 | DTF+6 | DTF+1 |

(1) En la mayoría de los casos la tasa que se registra en el cuadro es la máxima que se cobra para la línea de crédito especificada.

(2) Tasas de interés de la línea de crédito para bienes de capital.

(3) Para los proyectos en Bogotá, Cali, Medellín y zonas de influencia. Las correspondientes a otras regiones son inferiores.

(4) Tasas de interés de la línea de crédito para adquisición de BOCEAS.

(5) Hasta 1987 corresponden a las líneas de crédito de largo plazo. Para los años posteriores se presenta la tasa más alta cobrada por este Fondo.

Fuente: Departamento de Investigaciones Económicas, Banco de la República.

Finalmente, es importante mencionar que desde 1989 (Resolución 56 de la Junta Monetaria) se introdujo la figura de la capitalización de intereses para los créditos de largo plazo de los Fondos Financieros, la cual hace más atractivo para los demandantes de crédito el redescuento de estos recursos, debido a que permite acomodar los pagos de intereses a los flujos de ingreso de la inversión.

F. Mayor disponibilidad de información

El hecho de que los oferentes posean información diferente que los demandantes acerca de las características del producto que se ofrece (una empresa, por ejemplo, a través de la oferta de sus acciones) o del agente que enfrentan en la transacción, puede inhibir el funcionamiento de los mercados de acciones o de crédito. Algunas transacciones que serían convenientes para ambas partes, no se realizan por falta de información o por la deficiencia en su calidad.

La legislación colombiana ha avanzado en la dirección de reducir los problemas de información y aumentar la transparencia en los mercados de acciones

y de crédito, con el objeto de facilitar las transacciones. De acuerdo con la ley sólo pueden realizar ofertas públicas de valores aquellas empresas que estén inscritas en el Registro Nacional de Valores y tengan aprobación de la Comisión Nacional de Valores; a su vez la inscripción en el Registro está condicionada por requisitos de información, que consisten en la presentación de sus estados financieros con los correspondientes comentarios de las Superintendencias Bancaria o de Sociedades. La tarea desempeñada por la Comisión Nacional de Valores en los últimos años ha tenido, sin duda, un impacto positivo en la mejora de la calidad y disponibilidad de información.

Igualmente, se han tomado medidas para reducir los riesgos de los ahorradores y permitirles escoger la mejor alternativa de colocación. Desde hace dos años los intermediarios financieros vienen publicando quincenalmente las tasas activas y en 1990 la Superintendencia Bancaria comenzó la difusión trimestral, por medio de la prensa, de indicadores de eficiencia, rentabilidad y riesgo de las distintas instituciones de crédito.

En conclusión, este resumen de las medidas puestas en vigencia claramente muestra el papel preponderante que ha ocupado dentro de la política económica de la última década el objetivo de reactivación del mercado de capitales. Las normas, muchas de ellas de fondo, buscaron resolver mediante diversos mecanismos tanto los problemas de oferta como los de demanda en este mercado, proporcionando unas condiciones mucho más favorables para su ampliación y funcionamiento eficaz.

II. Las funciones básicas del mercado de capitales

Conviene ahora repasar algunas de las funciones básicas que debe cumplir un mercado de capitales en una economía en crecimiento ⁽¹⁰⁾, con el fin de proporcionar un marco de referencia para evaluar el papel desempeñado por el mercado colombiano en los últimos cinco años. Se entiende aquí como mercado de capitales aquél en que se ofrecen y demandan recursos financieros para la inversión. Comprende, por consiguiente, tanto el mercado de acciones como el de crédito de mediano y largo plazo.

Son cuatro las tareas básicas que deben cumplir estos mercados:

a) Canalizar recursos para la inversión. La función principal de un mercado accionario es la de permitirle a las empresas captar directamente recursos permanentes ⁽¹¹⁾ de las unidades económicas superavitarias con el fin de financiar sus programas de inversión en activos fijos. La función primaria del mercado de crédito es similar, transfiriendo transitoriamente poder de compra en el tiempo desde las unidades con excesos de fondos hacia las deficitarias ⁽¹²⁾.

Los dos mercados, al captar los ahorros de un gran número de individuos y agruparlos, posibilitan la financiación de

inversiones en gran escala. Esta labor es socialmente deseable, porque si cada individuo (o empresa) estuviera limitado a realizar las inversiones que pudiera financiar con sus propios recursos, los rendimientos del ahorro agregado serían menores de lo que cabría esperar.

b) Asignar precios a los diferentes riesgos. La inversión en actividades productivas está sujeta a riesgos, que son compartidos por quien adquiere acciones; para orientar las decisiones tanto del empresario como del inversionista, el mercado accionario debe jerarquizar aquellos asociados con las distintas alternativas. Las diferencias en precios de las acciones van a reflejar las valoraciones de los riesgos que hace el mercado; así este guía la acumulación y asignación de nuevo capital entre los diversos sectores.

En el mercado de crédito, por su parte, los oferentes deben especializarse básicamente en recoger y procesar información, con el objeto de evaluar los riesgos de los demandantes de recursos y asignarles un precio, que se refleja en la tasa de interés. En esta forma orientan la asignación de recursos de modo similar al del mercado accionario.

c) Diversificar los riesgos y facilitar la obtención de portafolios deseados. Tanto

(10) Un análisis más completo de las funciones básicas de un mercado de capitales se encuentra en los artículos de Benjamin Friedman ("Capital, Credit and Money Markets") y James Tobin ("Financial Intermediaries") en el *New Palgrave*. Esta parte de las Notas sigue en alguna medida estos artículos.

(11) Que sean permanentes los recursos captados, está asociado con el hecho de que las acciones no tienen liquidez primaria; tienen sin embargo liquidez secundaria, es decir, pueden endosarse.

(12) En Colombia, tanto las unidades familiares como el sector externo han sido tradicionalmente superavitarios, es decir, prestamistas netos, mientras que las empresas y el Gobierno han sido prestatarios netos. Al respecto léase a Olga L. Acosta, "Estructura financiera de las sociedades. Ejercicio de aplicación de las cuentas financieras", *Ensayos sobre Política Económica*, No. 10, diciembre de 1986.

el mercado de crédito como el de acciones reducen los riesgos que enfrentan los ahorradores al hacer posible la diversificación de inversiones. Además, cumplen otra función importante, asociada con la heterogeneidad de los inversionistas, que consiste en facilitarles la obtención de portafolios que se ajusten mejor a sus demandas. Como los agentes difieren entre sí (en riqueza, preferencias o expectativas de rendimiento y riesgo de los diversos activos), sus portafolios también diferirán; por lo tanto, una función adicional de un mercado de capitales desarrollado, además de permitir la diversificación de riesgos, es la de facilitar la obtención de combinaciones de activos que se ajusten mejor a las necesidades de los diversos inversionistas.

Cuanto más amplia sea la gama de activos disponibles en términos de la combinación rendimiento-riesgo, mejor cumple esta función el mercado de capitales. En consecuencia, el desarrollo de instrumentos más complejos, como por ejemplo las opciones y los futuros, mejora la eficiencia en la asignación de recursos.

d) Transformar plazos. El mercado de crédito debe cumplir además la función de transformación de plazos. Debido a las diferencias en actitudes frente al riesgo, los ahorradores desean, en general, invertir en activos financieros con plazos más cortos que los que demandan los inversionistas. Bajo estas circunstancias, la función de los intermediarios financieros consiste entonces en reconciliar esas diferencias. Para poder cumplir esta tarea se requiere que sus captaciones sean estables y/o su escala de operaciones sea considerable.

III. El mercado de capitales colombiano en el último quinquenio

¿Cómo han respondido los mercados accionario y de crédito a los estímulos arriba

relacionados? Evaluando su desempeño según el cumplimiento de los objetivos descritos anteriormente, observamos que la respuesta del mercado accionario a las políticas no ha sido del todo favorable, aunque ciertamente se presentan algunos síntomas de mejoría. Concretamente podemos afirmar que este mercado canalizó en el quinquenio un volumen relativamente bajo de recursos y no logró que los precios por él determinados reflejaran en forma adecuada las expectativas de rentabilidad de las diversas inversiones empresariales. El mercado de crédito, por su parte, se mostró más dinámico y más eficiente, movilizándolo además volúmenes de recursos mucho mayores.

A continuación se examina más en detalle lo ocurrido en el quinquenio y se describe la evolución de cada uno de los mercados, destacando los cambios que produjeron las medidas de política en la estructura financiera de las empresas.

A. El mercado accionario

1. *Movimiento bursátil, tamaño relativo y concentración del mercado*

El crecimiento promedio de las emisiones de acciones y BOCEAS en el quinquenio fue bastante débil (5.2% anual nominal), presentando una tasa superior a la inflación tan sólo en 1986, año de mayor volumen en la oferta de BOCEAS; su comportamiento año a año fue además bastante errático. En contraste, el crecimiento de las colocaciones de bonos —ordinarios y de garantía general⁽¹³⁾— fue muy dinámico, observándose tasas muy altas en el período 1987-1989 (véase Cuadro 2).

(13) Los Bonos Ordinarios son títulos de largo plazo emitidos por sociedades anónimas que dan derecho a recibir un rendimiento fijo y a recuperar el valor del bono después de un plazo estipulado. Los de Garantía General tienen las mismas características, pero son emitidos por las Corporaciones Financieras, y los recursos con ellos captados se utilizan para promover la inversión empresarial.

CUADRO 2

Ofertas públicas de títulos autorizados por la Comisión Nacional de Valores: 1985 - 1990

(Millones de pesos)

| Titulos | Promedio 1980-1984 (1) | 1985 | 1986 | 1987 | 1988 | 1989 | 1990 | Promedio 1985-1990 (2) |
|--|------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|---------------|------------------------------|
| Sector privado | | | | | | | | |
| Acciones | 7.598 | 9.190 | 15.401 | 25.663 | 24.114 | 22.164 | 29.506 | 21.006 |
| BOCEAS | 3.585 | 15.968 | 20.480 | 7.062 | 2.900 | 9.350 | — | 9.293 |
| Bonos ord. y de Gtía. Gral. | 1.010 | 4.178 | 270 | 11.588 | 22.276 | 51.550 | 21.642 | 18.584 |
| Otros (3) | 1.017 | — | — | — | 3.000 | — | 5.000 | 1.333 |
| SUBTOTAL | 13.210 | 29.336 | 36.151 | 44.313 | 52.290 | 83.064 | 56.148 | 50.216 |
| —Variación anual S. Privado (%) | 121.1 | 16.5 | 23.2 | 22.6 | 18.0 | 58.9 | -32.4 | 17.8 |
| —Variación acciones y BOCEAS (%) | 101.2 | 4.5 | 42.6 | -8.8 | -17.5 | 16.7 | -6.4 | 5.2 |
| —Variación bonos ord. y de Gtía. Gral. (%) | 1037.4 | 279.8 | -93.5 | 4191.8 | 92.2 | 131.4 | -58.0 | 757.3 |
| Sector público | | | | | | | | |
| Titulos FEN | 3.400 | — | 4.000 | 26.500 | 26.500 | 23.000 | —(5) | — |
| Bonos IFI | 1.400 | 1.000 | 1.000 | 10.000 | — | — | —(5) | — |
| Cédulas BCH | 3.200 | — | 15.000 | — | — | — | —(5) | — |
| Otros (4) | 4.000 | 8.000 | — | — | 2.181 | 4.000 | 15.000 | — |
| SUBTOTAL | 12.000 | 9.000 | 20.000 | 36.500 | 28.681 | 27.000 | 15.000 | — |
| —Variación anual S. Público (%) | 210.9 | -62.5 | 122.2 | 82.5 | -21.4 | -5.9 | -44.4 | — |
| Total | 25.210 | 38.336 | 56.151 | 80.813 | 80.971 | 110.064 | 71.148 | — |
| —Variación anual (%) | 156.4 | -22.0 | 46.5 | 43.9 | — | 35.9 | -35.4 | — |

(1) Las tasas de crecimiento promedio se calcularon excluyendo la cifra de crecimiento del año 1980 por no disponer de datos para 1979.

(2) Por el motivo aducido en la nota 5, los valores promedio de las emisiones del sector público no se presentan debido a que la ausencia de datos para el año 1990 no hace representativas las cifras.

(3) Incluye CDT, Papeles Comerciales y Títulos Educativos.

(4) Incluye Bonos Cafeteros, Certificados Cafeteros, Bonos de Deuda Pública y acciones.

(5) La Ley 27 de 1990 permitió que los papeles de carácter masivo que emitan las entidades financieras vigiladas por la Superintendencia Bancaria sean objeto de oferta pública sin autorización de la Comisión Nacional de Valores.

Fuentes: Rueda, S. "Evolución del Mercado de Valores en la década de los 80", Boletín CNV, Vol. 7, No. 3, 1990, pág. 10, e información de la CNV para el año 1990.

Este desempeño sugiere que cuando las empresas captan recursos directamente de los inversionistas, siguen prefiriendo los bonos a las acciones (y BOCEAS), aunque hay evidencia de un cierto grado de sustituibilidad entre las dos fuentes y de una tendencia a la saturación del mercado en cuanto a su capacidad de absorber nuevas emisiones de bonos.

La evolución de las transacciones en bolsa de acciones y de BOCEAS fue más favo-

rable que la de las emisiones, creciendo durante el quinquenio en promedio a una tasa elevada, de 50.9% anual nominal (véase Cuadro 3), que equivale a 25.1% en términos reales; el buen ritmo de crecimiento observado a partir de 1986 se interrumpió, sin embargo, en 1988, año en que sucesos conocidos generaron una crisis de confianza en la bolsa, que afectó más fuertemente a las acciones que a otros papeles, confirmando la fragilidad de este segmento del mercado.

CUADRO 3

Movimiento bursátil nacional

Resumen de las transacciones 1985 - 1990

(Millones de pesos)

| Títulos | Promedio 1980-1984 (1) | 1985 | 1986 | 1987 | 1988 | 1989 | 1990 | Promedio 1985-1990 |
|--|------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|------------------|-----------------------|
| Sector privado | | | | | | | | |
| Acciones | 8 728 | 4 755 | 10 394 | 20 520 | 21 085 | 31 575 | 44 350 | 22 113 |
| BOCEAS | 40 | 66 | 2 085 | 613 | 296 | 1 980 | 111 | 858 |
| Bonos ord. y de Gtía. Graf. | 59 | 422 | 1 159 | 2 442 | 10 572 | 40 377 | 12 731 | 11 284 |
| Otros (2) | 4 205 | 29 416 | 95 924 | 160 732 | 226 168 | 396 874 | 687 836 | 266 158 |
| SUBTOTAL | 13 032 | 34 679 | 109 562 | 184 307 | 258 121 | 470 806 | 745 028 | 300 413 |
| —Variación anual S. Privado (%) | 35.1 | 104.5 | 215.9 | 68.2 | 40.0 | 82.4 | 58.2 | 94.9 |
| —Variación acciones y BOCEAS (%) | 7.6 | -12.6 | 157.8 | 69.3 | -1.2 | 56.9 | 32.5 | 50.9 |
| —Variación bonos ord. y de Gtía. Graf. (%) | — | 138.4 | 174.6 | 110.7 | 332.9 | 281.9 | -68.5 | 161.7 |
| Sector público | | | | | | | | |
| Títulos de OMAS (3) | 53 531 | 219 445 | 174 867 | 278 256 | 173 585 | 86 451 | 254 864 | 197 911 |
| Otros (4) | 30 229 | 73 161 | 73 245 | 88 211 | 81 392 | 93 795 | 144 338 | 92 357 |
| SUBTOTAL | 83 760 | 292 606 | 248 112 | 366 467 | 254 977 | 180 246 | 399 202 | 290 268 |
| —Variación anual S. Público (%) | 29.2 | 116.8 | -15.2 | 47.7 | -30.4 | -29.3 | 121.4 | 35.2 |
| Total | 96 792 | 327 285 | 357 674 | 550 774 | 513 098 | 651 052 | 1 144 230 | 590 681 |
| —Variación anual (%) | 28.9 | 115.4 | 9.3 | 54.0 | -6.8 | 26.9 | 75.8 | 45.8 |

(1) Las tasas de crecimiento promedio se calcularon excluyendo la cifra de crecimiento del año 1980 por no disponer de datos para 1979.

(2) Incluye aceptaciones bancarias, CDT, papeles comerciales, TAVC y pagarés.

(3) Incluye Certificados de Cambio, Títulos Canjeables y Títulos de Participación.

(4) Incluye Títulos FEN, TAN, CAT, CERT, Cédulas BCH, Certificados Cafeteros, TAC, Bonos Oficiales, Títulos de Ahorro Educativo, Títulos de Devolución de Impuestos y Certificados de Desarrollo Turístico.

Fuentes: Rueda, S., "Evolución del Mercado de Valores en la década de los 80", Boletín CNV, Vol. 7, No. 3, 1990, págs. 11-12, e información de la CNV para el año 1990.

No obstante su elevado crecimiento, la participación de las transacciones de estos papeles en el total de operaciones de la Bolsa pasó tan sólo de 1.5% en 1985 a 3.9% en 1990, lo que indica el amplio camino que falta por recorrer, hasta recuperar niveles de décadas anteriores. En relación con el PIB o la inversión, el valor total de las transacciones de acciones y BOCEAS fue también bastante reducido: 0.19% del PIB y 0.87% de la inversión en promedio en el período 1985-1990. Una comparación del tamaño relativo del mercado accionario colombiano

con el de otros países, utilizando indicadores similares, proporciona evidencia adicional sobre el reducido tamaño del mercado colombiano. Esta comparación, que se presenta en el Cuadro 4, muestra que en el país es muy baja la relación entre el valor de mercado de las acciones emitidas y el producto, apenas 3.0%.

Además, el número de empresas cuyas acciones se cotizan en Bolsa, cerca de un centenar, es también bajo relativamente a aquellos países de la muestra con desarrollo similar al de Colombia. Igual-

CUADRO 4
Indicadores del tamaño relativo
del mercado de valores 1987

| | Valor de mercado del capital emitido (como % del PNB) | Número de empresas cuyas acciones se cotizan en bolsa |
|-----------------------------|--|--|
| Países desarrollados | | |
| Japón | 92 | 1.912 |
| Inglaterra | 80 | 2.135 |
| Estados Unidos | 58 | 7.181 |
| Alemania | 21 | 507 |
| Francia | 18 | 650 |
| Países en desarrollo | | |
| Malasia | 58 | 232 |
| Chile | 27 | 209 |
| México | 8 | 233 |
| Brasil | 7 | 590 |
| Venezuela | 7 | 110 |
| Filipinas | 7 | 138 |
| Pakistán | 5 | 379 |
| COLOMBIA | 3 | 96 |
| Argentina | 2 | 206 |

(1) Valor de las acciones negociadas como porcentaje del valor total de las acciones cotizadas.

Fuente: Los Sistemas Financieros y el Desarrollo, Informe sobre el Desarrollo Mundial 1989, Banco Mundial, p. 129.

mente, son muy pocas las firmas que emiten acciones —43 en 1990— o que están inscritas en nuestras bolsas —249 a diciembre del mismo año—, no sólo en comparación con otras economías, sino también con el número de establecimientos industriales en el país —más de 7 mil— o con el número de sociedades mercantiles —más de 20 mil— (14).

La concentración de la propiedad accionaria, por su parte, tampoco presenta una evolución positiva. A este respecto es importante mencionar que casi todas las nuevas emisiones de acciones se colocaron con sujeción al derecho de preferencia en favor de los antiguos accionistas (15) y algo similar ocurrió con los BOCEAS (16). Estudios de la Comisión Nacional de Valores señalan que la propiedad accionaria ha mantenido grados elevados de concentración, y esta característica en vez de irse modificando en la dirección deseada, más bien ha ido agravándose en el tiempo (17). Hay evi-

dencia además de que buena parte de las empresas no están interesadas en abrirse y ofrecer públicamente sus acciones (18).

Varios factores pueden explicar los fenómenos mencionados y en particular el hecho de que la emisión de acciones no haya presentado un comportamiento más dinámico y por lo tanto este mercado se mantenga pequeño y concentrado.

En primer lugar, cabe advertir que no obstante las bondades de las medidas tributarias dirigidas a nivelar los costos de las alternativas de financiación durante el período analizado, que han reducido el sesgo en favor del endeudamiento, estas no han sido suficientes para estimular la capitalización accionaria.

Para una muestra significativa de sociedades no financieras se encontró que de una relación de pasivos a activos de 71% en el año 1985, se pasa a 67% en 1986, 65% en 1987 y 60% en 1988. Los menores niveles de endeudamiento se han sustituido, sin embargo, con incrementos en la retención de utilidades y valorizaciones (19), antes que con nuevas emisiones de acciones. La participación del capital accionario en el total del patrimonio de las sociedades anónimas pasó de 18% en el

(14) Cifras citadas en "Mercado de capitales. Nuevas perspectivas e instrumentos", *Bolsa de Bogotá*, 1991, pág. 29.

(15) Uribe, Luis F., "Las acciones preferenciales y el desarrollo del mercado de capitales en Colombia", *Boletín de la Comisión Nacional de Valores*, Año 7, Vol. 7, No. 4, 1990, pág. 5.

(16) "Bonos obligatoriamente convertibles en acciones", *Boletín de la Comisión Nacional de Valores*, Año 4, Vol. 4, No. 6, 1986, pág. 7.

(17) Véase al respecto el artículo de Luis F. Uribe y Sussy Rueda, "Concentración de la propiedad accionaria en Colombia", *Boletín de la Comisión Nacional de Valores*, Año 6, Vol. 6, No. 6, 1989, págs. 3-14.

(18) *Op. cit.*, págs. 7-8.

(19) Véase el estudio de M. T. Valderrama antes citado que proporciona información al respecto.

período 1981-1985 a 11.5% después de la Reforma de 1986. Para el grupo de sociedades inscritas en bolsa, paradójicamente, la reducción es aún mayor: de representar un 12.4% del patrimonio en el período 1981-1985, bajó al 6% para el período 1986-1989 ⁽²⁰⁾.

En segundo lugar, las empresas generalmente son renuentes a diluir sus derechos de propiedad; por ello la capitalización está limitada por la voluntad de suscribir nuevas emisiones por parte de los accionistas existentes, quienes en su interés de mantener el control de la empresa no pueden aprovechar totalmente el potencial que para allegar recursos ofrece el mercado.

Es posible también que los estímulos tributarios y crediticios que se otorgaron para inducir la apertura de las empresas, como los contemplados en la Ley 9 de 1983, en el Decreto 2512 de 1987 y en el crédito más atractivo para las sociedades abiertas por parte del Fondo de Capitalización Empresarial, hayan sido insuficientes para enfrentar un problema de esta magnitud.

En tercer lugar, un factor de otra naturaleza, pero que tiene influencia, consiste en que el registro en las bolsas obliga a las empresas a hacer pública información acerca de sus estados financieros; las sociedades cuyas acciones se negocian en las bolsas desde luego no pueden ocultar sus utilidades sin afectar la confianza de los inversionistas. Aunque este puede ser un elemento que contribuye a explicar por qué las sociedades optan por no registrarse en alguna bolsa, su relevancia en el caso colombiano es difícil de determinar.

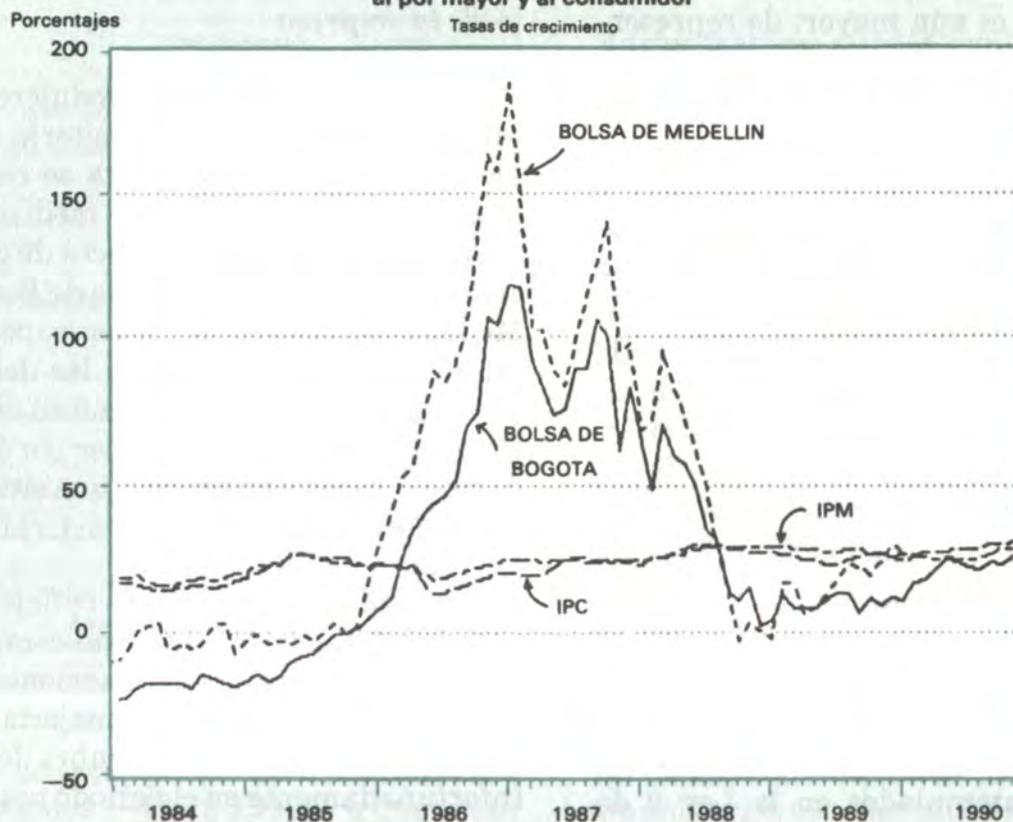
2. Precios, rentabilidad accionaria y relación entre el valor de mercado de las acciones y el valor patrimonial de la empresa

Las medidas de política produjeron tan sólo una recuperación transitoria en los precios de las acciones. Esta se registró desde finales de 1985 hasta mediados de 1988, período en que los índices de cotización de acciones de las Bolsas de Bogotá y Medellín crecieron a tasas superiores tanto a las del IPM como a las del IPC; pero a partir de la segunda mitad de 1988 las cotizaciones pasan a crecer por debajo de los dos índices de precios, una situación corriente antes de 1985 (véase Gráfica 2).

La rentabilidad accionaria reflejó en el pasado en buena medida este comportamiento de los precios de las acciones, presentando una considerable mejoría entre septiembre de 1985 y septiembre de 1987. Infortunadamente en el período posterior se registra una caída de esta, como se observa en el Cuadro 5, debido posiblemente a que el mercado ya había incorporado totalmente los incentivos de la reforma tributaria. Las variaciones en rentabilidad fueron pues causadas básicamente por cambios en precios y no por la evolución de los dividendos, que representaron siempre un porcentaje reducido

(20) Véase Valderrama, M. T., *op. cit.* Datos de cuentas nacionales y de cuentas financieras corroboran estos resultados. De acuerdo con estas fuentes, los recursos internos aumentaron en forma apreciable su participación dentro de los recursos de financiación de las empresas, pasando de 30.1% en el período 1980-1984 a 49.1% en el período 1985-1988. De los recursos externos, tanto el crédito como la emisión de acciones observan una caída en participación. El crédito reduce su participación de 47.6% a 34.6% en los subperíodos mencionados, mientras que la emisión de acciones pasa de un 22.2% en participación a 15.8%. Las cifras provienen del artículo de Olga L. Acosta, "Situación de las empresas privadas", Departamento de Investigaciones Económicas, mayo de 1991, págs. 6-7.

GRAFICA 2
Evolución de las cotizaciones de acciones y de los precios
al por mayor y al consumidor



Fuente: Revista del Banco de la República.

y prácticamente constante del valor de la acción. La rentabilidad accionaria además mostró un comportamiento muy volátil, y en no pocos períodos su magnitud fue inferior a la de activos financieros de renta fija como los CDT o a la de los títulos canjeables.

Se puede observar en forma alternativa la no muy favorable evolución del mercado, examinando el comportamiento de la relación conocida como "q de Tobin" (21). Esta variable resulta de dividir el valor de mercado de las acciones de una empresa entre su correspondiente valor patrimonial. En el Cuadro 6 se presenta el cálculo de dicho indicador para una muestra de 25 empresas con acciones registradas en Bolsa, para

el período 1985-1990. Es importante destacar que si el valor patrimonial de las empresas se ajusta por inflación, la variable se mantiene en todo el período por debajo de 1.

Ahora bien, en un mercado activo la diferencia entre el valor de mercado de las acciones y el patrimonial de la empresa no se mantendría durante períodos tan largos por debajo de la unidad, sino que oscilaría alrededor de 1, pues una rela-

(21) Este indicador fue introducido por primera vez en el artículo de Tobin: A general equilibrium approach to monetary theory, *Journal of Money, Credit and Banking* 1 (1), febrero, 15-29.

CUADRO 5

Rentabilidad de los principales activos financieros (%)

| Año | Mes | Acciones | | Títulos de participación (2) | Títulos canjeables (3) | CDT (4) | UPAC (5) |
|------|----------------|-------------------------------|--------------------------------|------------------------------|------------------------|---------|----------|
| | | Incluyendo cambios en precios | Sin incluir cambios en precios | | | | |
| 1985 | Marzo | 22 | 17 | 29 | | 35 | 30 |
| | Junio | 12 | 16 | 25 | | 35 | 27 |
| | Septiembre ... | 63 | 18 | 29 | | 36 | 30 |
| | Diciembre | 165 | 18 | 29 | | 36 | 31 |
| 1986 | Marzo | 129 | 10 | 25 | | 30 | 27 |
| | Junio | 103 | 9 | 25 | | 30 | 27 |
| | Septiembre ... | 162 | 10 | 27 | | 31 | 27 |
| | Diciembre | 40 | 9 | 25 | 34 | 32 | 28 |
| 1987 | Marzo | 68 | 14 | 25 | 26 | 30 | 26 |
| | Junio | 156 | 13 | 26 | 25 | 31 | 26 |
| | Septiembre ... | 45 | 11 | 26 | 19 | 31 | 26 |
| | Diciembre | 3 | 13 | 28 | 22 | 34 | 28 |
| 1988 | Marzo | 3 | 11 | 34 | 31 | 35 | 30 |
| | Junio | 19 | 12 | 34 | 37 | 36 | 31 |
| | Septiembre ... | 39 | 13 | 32 | 31 | 32 | 30 |
| | Diciembre | 66 | 12 | 31 | 36 | 32 | 29 |
| 1989 | Marzo | 10 | 14 | 29 | 35 | 33 | 25 |
| | Junio | 20 | 13 | 30 | 31 | 33 | 25 |
| | Septiembre ... | 73 | 13 | 29 | 29 | 33 | 24 |
| | Diciembre | 70 | 13 | 29 | 31 | 34 | 26 |
| 1990 | Marzo | -9 | 8 | 30 | 37 | 34 | 26 |
| | Junio | 24 | 10 | 34 | 35 | 35 | 28 |
| | Septiembre ... | 57 | 10 | 37 | 32 | 36 | 29 |
| | Diciembre | | | 40 | 33 | 38 | 30 |

(1) Promedio aritmético calculado con base en una muestra de 25 empresas.
 (2) Tomada del Informe Semanal de Tasas de Interés del Banco de la República.
 (3) Serie producida por el Banco de la República. Sólo a partir de junio de 1986 se autorizó al Banco de la República a expedir estos títulos, y a colocarlos directamente o a través de Bolsas (Resolución 66 de 1986).
 (4) Tasa de interés a 90 días, tomada del Informe Semanal de Tasas de Interés del Banco de la República.
 (5) Producida por la Superintendencia Bancaria. Promedio ponderado del costo de captación de los recursos.

CUADRO 6

Evolución de la relación entre el valor de mercado y el valor patrimonial de la empresa

(q de Tobin)

| Año | Promedio (1) | | Varianza | |
|----------|--------------|------------------|--------------|------------------|
| | Sin Valoriz. | Con Valoriz. (2) | Sin Valoriz. | Con Valoriz. (2) |
| 1985 ... | 0.89 | 0.35 | 0.86 | 0.12 |
| 1986 ... | 2.47 | 0.36 | 5.43 | 0.12 |
| 1987 ... | 2.28 | 0.88 | 8.59 | 1.04 |
| 1988 ... | 1.69 | 0.67 | 5.71 | 0.84 |
| 1989 ... | 2.19 | 0.65 | 15.98 | 0.68 |
| 1990 ... | 2.13 | 0.66 | 11.33 | 0.83 |

(1) Valores promedio obtenidos para una muestra de 25 empresas con acciones registradas en bolsa.
 (2) Significa que la relación se ha calculado ajustando el valor patrimonial de la empresa por la inflación.
 Fuente: Boletines Trimestrales de la Bolsa de Bogotá.

ción menor estaría reflejando un deterioro en las expectativas de rentabilidad de la empresa. Esto constituiría una señal para que la firma liquide sus activos menos productivos, lo cual en teoría debería acercar nuevamente el valor de mercado al patrimonial, llevando otra vez a 1 su relación.

Que el valor de mercado de las acciones y en consecuencia el q de Tobin se mantengan deprimidos, refuerza la apreciación de que los precios no reflejan en forma adecuada las expectativas de rentabilidad de las diversas empresas. En consecuencia, el mercado no está cumpliendo bien el papel de guía en la asignación de los recursos de inversión.

CUADRO 7

Evolución del crédito de largo plazo de los intermediarios financieros y participación en el crédito total (1)

| Fin de | Bancos Comerc. | | | Caja Agraria | | | Corp. financieras | | | CAV | | | BCH | | | Total Interme. | |
|----------|------------------|-----------------------|-----------------------------------|------------------|-----------------------|-----------------------------------|-------------------|-----------------------|-----------------------------------|------------------|-----------------------|-----------------------------------|------------------|-----------------------|-----------------------------------|------------------|-----------------------|
| | Cartera L. plazo | % de la cartera Total | % de la cartera total de L. plazo | Cartera L. plazo | % de la cartera Total | % de la cartera total de L. plazo | Cartera L. plazo | % de la cartera Total | % de la cartera total de L. plazo | Cartera L. plazo | % de la cartera Total | % de la cartera total de L. plazo | Cartera L. plazo | % de la cartera Total | % de la cartera total de L. plazo | Cartera L. plazo | % de la cartera Total |
| 1983 ... | 93.544 | 27 | 25 | 55.705 | 68 | 15 | 27.852 | 31 | 7 | 165.637 | 69 | 44 | 32.023 | 100 | 9 | 374.761 | 48 |
| 1984 ... | 123.914 | 30 | 24 | 73.587 | 69 | 14 | 28.840 | 29 | 6 | 250.274 | 79 | 48 | 43.066 | 100 | 8 | 519.681 | 53 |
| 1985 ... | 143.398 | 27 | 21 | 97.461 | 68 | 15 | 35.030 | 33 | 5 | 340.462 | 81 | 51 | 56.439 | 100 | 8 | 672.790 | 54 |
| 1986 ... | 283.439 | 30 | 29 | 133.464 | 72 | 14 | 54.900 | 38 | 6 | 438.387 | 83 | 45 | 54.420 | 100 | 6 | 964.610 | 56 |
| 1987 ... | 286.362 | 32 | 24 | 180.136 | 74 | 15 | 73.595 | 35 | 6 | 563.377 | 84 | 48 | 79.168 | 100 | 7 | 1.182.638 | 56 |
| 1988 ... | 361.754 | 32 | 23 | 227.457 | 75 | 15 | 89.629 | 32 | 6 | 763.473 | 86 | 49 | 114.412 | 100 | 7 | 1.556.725 | 57 |

(1) Se considera como crédito de largo plazo, el crédito con un plazo mayor de 3 años. Como consecuencia del establecimiento del Plan Único de Cuentas (PUC) para los intermediarios financieros por parte de la Superintendencia Bancaria, para los años 1989 y 1990 no se dispone de cifras desagregadas por plazos iguales a los de años anteriores. Para evitar inconsistencias se prefirió no incluir las cifras existentes para esos años.

Fuente: Revista del Banco de la República, Departamento de Investigaciones Económicas.

En síntesis, la amplia gama de medidas dirigidas a buscar la recuperación del mercado accionario no ha tenido una respuesta favorable. La emisión de acciones mostró un comportamiento oscilante y sus precios presentaron tan sólo una recuperación transitoria, al igual que la rentabilidad accionaria, lo que hace de las acciones una alternativa todavía poco atractiva para los inversionistas.

B. El mercado de crédito de mediano y largo plazo

Dada la todavía reducida importancia del mercado accionario en la economía (menos de 1% del PIB), le ha seguido correspondiendo al mercado de crédito de mediano y largo plazo desempeñar el papel central en la financiación de la inversión en el país. La evolución de este mercado ha sido bastante favorable, observándose una tasa de crecimiento del crédito de los intermediarios financieros (más específicamente, de los préstamos y descuentos vigentes con plazo mayor de 3 años) de 27.9% en promedio en el período 1983-1988 (véase Cuadro 7). Este buen desempeño responde en parte

al aumento paulatino de la participación de este crédito en la cartera total del sistema financiero, que pasó de 48% en 1983 a 57% en 1988.

Es preocupante, sin embargo, la baja participación del crédito de largo plazo de las corporaciones financieras en la cartera total de largo plazo, de 6% en promedio. Esta cifra, no obstante, subestima el papel desempeñado por las corporaciones en el proceso de inversión, puesto que no tiene en cuenta sus inversiones en empresas productivas.

Ahora bien, la evolución favorable del crédito en el quinquenio mencionado confirma que este mercado continúa siendo una fuente de recursos para inversión mucho más importante que la emisión de acciones. La razón de ello es que para las empresas el endeudamiento y la emisión no son perfectos sustitutos. Las empresas, por razones de control y de información, parecen jerarquizar las fuentes de financiación, colocando a las utilidades retenidas en primer lugar, después al endeudamiento y por último a la emisión de acciones.

No sobra recordar, sin embargo, que si bien el crédito de largo plazo ha sido y continuará siendo abundante en el futuro, dadas las buenas perspectivas en cuanto a la disponibilidad en el Banco de la República de líneas de crédito con organismos multilaterales, el endeudamiento por sí sólo no puede producir los efectos de fortalecimiento de una empresa en crecimiento que se consiguen con la capitalización.

Algunas conclusiones

Estas Notas han querido presentar en forma didáctica la importancia del mercado de capitales para la movilización de recursos con destino a financiar la reconversión industrial. Se examinan también las condiciones para que dicho mercado pueda cumplir adecuadamente con las funciones que le corresponden dentro de un proceso de modernización y reestructuración de la economía.

En ellas se ha destacado igualmente el papel preponderante que ocuparon dentro de la política económica en la última década los objetivos de remover los obstáculos que existían para el buen funcionamiento del mercado. Como resultado de las medidas reseñadas se puede esperar un comportamiento más dinámico de éste en los próximos años.

Muchos sectores han expresado su inquietud sobre la disponibilidad de recursos para emprender las inversiones que la apertura demanda. Las Notas confirman que existe un volumen adecuado de crédito de mediano y largo plazo, que viene creciendo a tasas satisfactorias. Para señalar un solo ejemplo, las líneas externas contratadas por el Banco de la República cuentan en este momento con disponibilidades no comprometidas por un monto cercano a los US\$ 350 millones. También se llama la atención sobre las desventajas de acudir exclusivamente al endeudamiento para financiar una expansión como la que requiere actualmente la economía.

Del análisis presentado se desprende que existe un potencial importante para el desarrollo del mercado accionario, pero para que éste se pueda aprovechar al máximo conviene que los precios de las acciones reflejen adecuadamente las expectativas del rendimiento de las inversiones productivas, lo que necesariamente implica unas circunstancias en las cuales estos precios tengan mayor movilidad y fluctúen libremente, incrementándose también el volumen de transacciones.

Bajo estas condiciones las importantes ventajas de carácter tributario para los suscriptores de Fondos de Inversión, de Cesantías, de Pensiones y de Valores, con seguridad significarán un impulso decisivo a la actividad de los inversionistas institucionales, protagonistas importantes en el desarrollo de los mercados de capitales de cualquier economía. Adicionalmente, los procesos de estímulo a la inversión extranjera y de privatización de algunas empresas públicas también contribuirán al aumento del tamaño del mercado.

Quedan, sin embargo, algunas cosas por hacer. Se mantiene todavía un sesgo en la tributación a favor del endeudamiento, cuyo proceso de corrección debe reanudarse a partir de 1992. Más aún, convendría quizás ofrecer estímulos tributarios a toda sociedad nueva que surja y se mantenga como sociedad anónima abierta. Aquellos que se ofrecieron en el pasado para inducir la apertura de las empresas tuvieron efectos moderados, y se orientaron principalmente hacia firmas existentes, lo que probablemente limitó el impacto de esta política. Sin embargo, la experiencia internacional muestra que transformaciones tan profundas como las que demanda el mercado de valores colombiano requieren de más tiempo del que aquí han tenido para que se alcancen todos sus objetivos. De todas maneras, conviene reiterar la importancia para el proceso de apertura de las políticas que

promuevan las acciones como instrumento de inversión y capitalización.

En esta etapa generalizada de competencia y ampliación de mercados, corresponde a los empresarios y accionistas considerar las ventajas de acudir nueva-

mente al mercado de capitales, puesto que sólo en esta forma podrán asegurar la obtención de recursos relativamente baratos, en los volúmenes requeridos y con la rapidez que exigen muchos de los ensanches y transformaciones que han de emprender.

VIDA DEL BANCO

Nombramiento en la sucursal de Cali

La Junta Directiva del Banco, en sesión realizada el 18 del mes en curso, nombró al doctor Rafael Isaza Botero como gerente titular del Banco de la República en la sucursal de Cali, en remplazo del doctor Luis Carlos Rincón Bernal, quien lamentablemente falleció, después de prestar su valioso concurso a la entidad cerca de 28 años.

El doctor Isaza Botero es economista de la Universidad de los Andes, con estudios de posgrado en la Universidad de Oregon, Estados Unidos. Profesional de amplia trayectoria en la Institución, se inició en el Departamento de Investigaciones Económicas, posteriormente fue Asesor del Departamento Internacional y al ser designado en el nuevo cargo se desempeñaba como Asesor de la Gerencia General, labor que ejerció eficientemente durante casi seis años.

Nueva sede para la sucursal del Banco en Barranquilla

En ceremonia llevada a cabo el 4 del presente mes, se efectuó la inauguración de

la nueva sede del Emisor en la capital del Atlántico. Al acto asistieron el señor Presidente de la República, doctor César Gaviria Trujillo y señora Ana Milena Muñoz de Gaviria, Ministros del Despacho, Miembros de la Junta Directiva, la Gerente General (e) del Banco, doctora Leonor Montoya Alvarez, el gerente y directivos de la sucursal y autoridades eclesiásticas y civiles de Barranquilla.

Los trabajos de la construcción se iniciaron en 1988 en un lote denominado "La Checa", con un área de 25.000 metros cuadrados. El edificio, claramente diferenciado en una torre de siete pisos y una plataforma de tres, fue diseñado por un grupo selecto de acreditados profesionales del país atendiendo las necesidades del Banco y una proyección de crecimiento para los próximos veinte años. Cuenta con las especificaciones más exigentes en instalaciones eléctricas, hidráulicas, aire acondicionado, equipos complementarios y sistema de protección. Las obras de estructura estuvieron a cargo de la firma Osorio y Puccini y los acabados fueron realizados por Barón y Macchi; la supervisión fue ejecutada por el Departamento de Construcciones y Edificios del Banco.