



UNIVERSIDAD CATOLICA ANDRES BELLO
TRABAJO DE ASCENSO

*LOS COSTOS DE INFORMACION COMO IMPULSORES
DE LA INTERMEDIACION FINANCIERA*

LEDICIA BENABOU BENMAMAN

A nil fanilia

AGRADECIMIENTOS

Expreso mis más sinceros agradecimientos a Coda aquellas personas que de una u otra forma colaboraron para la realizacion de esta tesis, conio lo son:

- ✓ Al Dr. Dario Rico par su valiosa asesoria.
- ✓ A m.i esposo por su apoyo y fidelidad.
- ✓ A mis hijitos por lienarme siempre de vida y mucho amor, y ser mi inspiración de seguir adelante.
- ✓ A mis padres por su paciencia e insistencia.
- ✓ A mis suegros por Coda su ayuda brindada.
- ✓ A Victoria.

En especial, gracias a Díos. Por ser tan grande y hermoso.

INDICE DE CONTENIDOS

AGRADECIMIENTOS	3
INDICE DE CONTENIDOS	4
INDICE DE ILUSTRACIONES	4
ABSTRACT°	5
INTRODUCCION	6
Objetivo General	10
Objetivos Especificos.....	10
CAPITULO 1: Una AproximaciOn a los Costos de TransacciOn.....	11
CAPITULO 2: Relaciones entre Empresarios e Inversionistas: ¿CÓmo Obtener Fondos en Ambientes con InformaciOn Limitada?	23
2.1. Gerentes y capitalistas: La separaciOn de quien tiene la propiedad de la empresa y. conflict () de quien tiene el control .	
2.2. Conflicto de intereses entre los accionistas y los tenedores de deuda.	27
2.3. SelecciOn adversa en las relaciones de financiamiento.	29
CAPITULO 3: La Teoria de la IntermediaciOn Financiera	33
3.1. Los Intermediarios Financieros como supervisores delegados. Las ventajas de la diversificaciOn .	37
3.2. Los Intermediarios Financieros como productores de informaciOn privada y como creadores de reputaciOn .	
CONCLUSIONES	48
BIBLIOGRAFIA	50

INDICE DE ILUSTRACIONES

<i>IlustraciOn 1: Resumen esquemático de la investigaciOn.</i>	<i>9</i>
<i>IlustraciOn 2: Mapa cognoscitivo de la Nueva Economia Institucional</i>	
<i>IlustraciOn 3. FunciOn del intermediario en cada relaciOn.....</i>	<i>23</i>

ABSTRACTO

Estudiando y analizando el enfoque de las economías de los costos de transacción. La presente investigación explica que a medida que en una economía que presenta un sistema financiero con mayores problemas de información - altos niveles de asimetrías de información - los intermediarios financieros (la banca en nuestro estudio) actuarán más, es decir, habrá mayor intermediación financiera, debido a que sus funciones principales son las que permiten reducir y hasta ciertos casos eliminar los costos de transacción basados en problemas ocasionados por las asimetrías de información y asociados a las relaciones contractuales de inversión. Este trabajo estudia de manera teórica los principales tipos de costos de transacción para así determinar cuál es el tipo relacionado con las inversiones. Sabiendo esto, se hace necesario buscar cuáles son básicamente los problemas de información en ese tipo de relaciones que hay que atacar (los costos de transacción específicos de las inversiones). Para luego determinar las funciones de los intermediarios financieros que buscan mitigar dichos problemas. Esto es la intermediación actuando para disminuir costos de transacción ocasionados por problemas de información en relaciones de Myerslen.

INTRODUCCION

A principios del Último siglo, los economistas han estado discutiendo el rol de los intermediarios financieros *como productores de información en casos de inversión*. En los comienzos de 1939, Schumpeter¹ ya estaba desarrollando la función de los banqueros como monitores, enfatizando cuán importantes son las relaciones cercanas y de largo plazo entre banqueros y prestatarios para un desarrollo eficiente de la banca.

Sin embargo, la tarea de los intermediarios financieros como productores de información no había sido propiamente estudiada antes de los años 70, cuando las asimetrías de información y los problemas de agencia comienzan a ser discutidos de forma extensa. En especial, Leland-Pyle², enfocándose en problemas de selección adversa entre inversionistas y empresarios, es uno de los primeros estudios en nuestra área de interés. Su idea principal fue que, determinando que empresarios poseen los mejores proyectos viables se vuelve costoso bajo estas circunstancias, los intermediarios financieros pueden actuar como agentes internos dentro de las empresas y así diferenciar riesgos a un costo más pequeño que en el que se incurre por los mismos inversionistas financieros invirtiendo de forma directa.

Diamond³, extiende este análisis evaluando el rol de los intermediarios financieros cuando el riesgo moral se incrementa en las relaciones de inversión. En dichas situaciones, los costos de supervisión y de refuerzo de cumplimiento se incrementan, Estos costos podrían ser asumidos por los mismos inversionistas, y en tal caso un problema de free — rider (polizones) podría ocurrir si el número de inversionistas es grande, donde ninguno de los inversionistas estaría deseando supervisar (hacer seguimiento), debido a que los otros inversionistas usarían la información producida por ellos sin incurrir en ningún costo, aprovechándose de la información adquirida por los otros. Este podría solucionarse si un grupo selecto de

¹ Schumpeter, J. (1939). *Business Cycles*. New York: Mc Graw-Hill. P.116

² Leland, H. and D. Pyle (1977). "Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation", *Journal of Finance* 32, 371-387

³ Diamond, D. (1984). "Financial intermediation and delegated monitoring". *Review of economic studies* 51. 393-414. The society of economic analysis limited.

inversionistas con ciertas facilidades de obtener informaciOn entendido como intermediarios financieros tomaran las responsabilidad sobre todo el monitoreo (supervision)⁴.

Estos y otros estudios similares concluyen que la existencia de las instituciones financieras puede ser justificada imicamente bajo presencia de asimetrías de informaciOn. Por ejemplo. Mishkin' explica que, corno estas instituciones ticncn acceso a mayor cantidades de fondos para la inversion que los inversionistas individuales. ademds ellos pueden usar economías de escala para reducir todos los costos asociados con contrataciOn, ellos pueden desarrollar procedimientos estandar para los riesgos de valoraciOn — es corno una especie de "Know — How" aplicado a las Enanzas y mantienen relaciones de largo plazo con sus clientes. lo que puede reforzar el compromiso entre ambas pages.

Como se puede ver, la idea implicita bajo estas teorías, es que, ceteris paribus. cuando mejora la informaciOn de la economia o cuando la inibrmaciOn que revela una compaiiia se convierte cada vez mas certera y/o creible_ los niveles de intermediaciOn financiera en esta economia deberian deereeer o, a niveles micro, esta compania deberia depender menos en financiamiento indirecto.

Sin embargo, la afirinaciOn de que los intermediarios financieros solo existen gracias a los problemas de informaciOn solo puede ser bajo el rnarco teOrico de la Economia de los Costos de TransacciOn (Transaction Cost Economics - TCE por sus siglas en ingles). Esta teoria afirma que cualquier actividad econOmica se basa en relaciones contractuales entre agentes. Las características de cada relaciOn contractual y los tipos de contratos en los que estaln envueltas determinara. la "estructura autoritaria" que maneje estas relaciones, bajo el conocimiento de *racionalidad. iimitada y problemas de oporrunismo* (Williamson. 1985). La *racionalidad limitada* estd presente cuando los individuos pretender comportarse racionalmente, pero solo lo hacen de rnanera partial dehido a su conocirniento. habilidad y

⁴ El termino supervisiOn. monitoreo o seguimiento lo utilizaremos indistintamente en la presente investigac

⁵ Mishkin. Frederic S. (2003). *The Economics of money, banking, and financial markets*. Addison-Wesley. Sixth edition update. Capitulo 2.

Williamson, O. (1985). *The Economic Institutions of Capitalism*. New York: Free Press. El termino "estructura autoritaria" es el termino a traves del cual Williamson define a las oorganizaciones. =Wirier/dole a las mismas con una individualidad especitica.

tiempos limitados'. No se trata solo de información incompleta, sino de restricciones en las habilidades individuales para procesarla. Esto es, se hace difícil entender toda la data relacionada a una situación tan trivial; resolver problemas complejos al instante, anticipar todos los eventos futuros o bien generar respuestas apropiadas a contingencias que si son previstas. De este modo los límites de la racionalidad se ven incrementados cuando aumentan los límites en la capacidad para recibir, almacenar, recordar (recall), transmitir y procesar una información sin ningún tipo de error⁸. Todo esto implica que la información a la que se tiene acceso es compleja, sujeta a incertidumbres, difícil de conseguir, y por tanto costosa de procesar. En cuanto al *opportunity cost* Williamson lo define como "la pérdida de interés propia usando estrategias", es decir, toda aquella conducta que tiende a distorsionar la información. Así, los riesgos del oportunismo surgen bajo el signo de la incertidumbre, producto de la racionalidad limitada. Al momento del intercambio se corre el riesgo de que el agente, buscando maximizar su utilidad, adopte una actitud oportunista y no cumpla con los lineamientos del acuerdo. El asegurarse de que la contraparte posea los atributos que se desean y que no incurra en alguna clase de fraude o engaño supone un costo de transacción que, a menos que se trate de una contraparte con la que exista cierta familiaridad, puede resultar muy alto. De esta manera los riesgos de la incertidumbre no previenen de la simple dificultad para procesar correctamente la información y la posibilidad de tomar la decisión adecuada, sino de que posibilite a los agentes el actuar de forma oportunista,

Entonces, la idea general de esta teoría es explicar que cada organización existe para economizar los costos asociados a las transacciones que se realizan en las actividades de dicha organización.

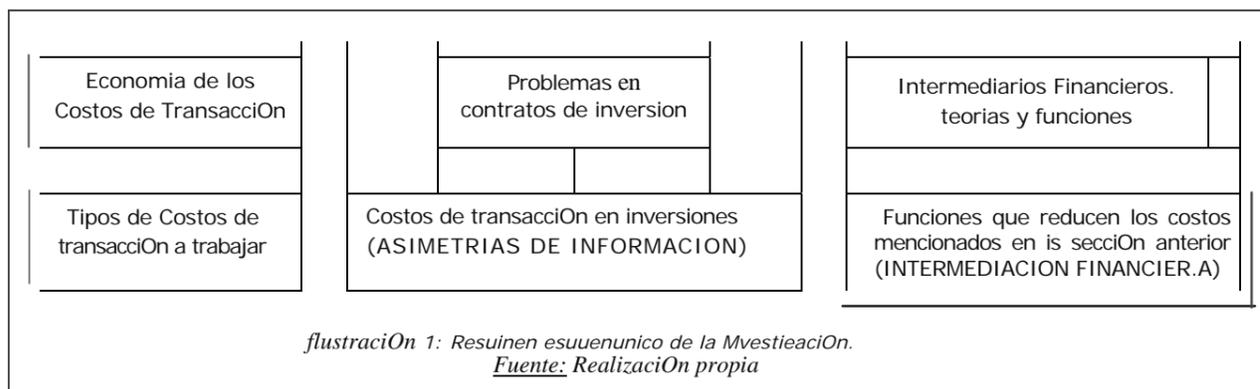
En términos generales, estudiando y analizando el enfoque de las economías de los costos de transacción, se explicará tanto los intermediarios financieros (la banca en particular) poseen la ventaja de reducir los costos de información relacionados con problemas de inversión (invertir) — costos de búsqueda de data, cumplimiento y supervisión — que implica que su uso en el proceso de suministro de fondos para la inversión debería ser extenso cuando hay una mayor presencia de asimetrías de información.

⁸ Masten, Scott, E. (1996). *Case studies in contracting and organization*. New York, Oxford University Press.

⁹ Gorringer, Peter A. (1991) *A Glossary of Microeconomic Jargon. With special emphasis on the jargon of transactions cost and property rights*. [Sittp://www.treasurv.aovbt.n.7P20r11e&papers/fp-1986a.pdf](http://www.treasurv.aovbt.n.7P20r11e&papers/fp-1986a.pdf), p.3

El presente trabajo está organizado de la siguiente manera: el capítulo I provee una simple descripción de la ICE, su marco conceptual y sus vertientes. Este capítulo podría ser considerado como la parte fundamental del estudio que permite desarrollar las teorías de la intermediación financiera con relación a la existencia de la misma. Se estudia en una primera instancia la Economía de los Costos de Transacción para evaluar y decidir que tipo de costos de transacción son los que enfrentan los intermediarios financieros en problemas de inversión por la presencia de asimetrías de información. Basándonos en las implicaciones teóricas estudiadas con anterioridad, el capítulo 2 analiza la relación principal entre agentes demandantes de fondos y los oferentes — para así identificar los principales costos que estas transacciones generan. Es decir, se establecerá cuáles son los problemas en las relaciones contractuales de inversión y así establecer cuáles son los costos que los intermediarios financieros deben mitigar, revisando así que tipos de variables de la economía son las que muestran presencia de asimetrías de información. Confiando en los costos identificados en el capítulo anterior, el capítulo 3 se enfoca exclusivamente en los intermediarios financieros para así poder obtener una conclusión teórica del rol de los mismos en una economía con déficit de información. En este capítulo se estudian a los intermediarios financieros, sus teorías, características y funciones, y se definen cuáles son aquellas funciones que buscan reducir los costos de transacción mencionados en la sección anterior, con la intermediación, funciones que permitan la obtención de los niveles de intermediación financiera.

Se realiza una revisión para poder observar que a mayores niveles de asimetrías de información, mayor intermediación hay, vista de manera esquematizada en la siguiente ilustración:



El objeto entonces de estudio de la presente investigación es el de verificar teóricamente que bajo ambientes de asimetrías de información, los intermediarios financieros existen y actúan para mitigar ese tipo de problema. Es decir, a mayor asimetría de información en una economía, mayor sería el nivel de intermediación financiera. Dado mayor sería la actuación de ellos para reducir o eliminar en lo posible los efectos que generan los problemas de información.

Para lograr nuestra meta, se hace entonces necesario plantearnos los siguientes objetivos:

Objetivo General

Analizar el efecto impulsor que provoca en la intermediación financiera (de la banca) la presencia de asimetrías de información en el Sistema Financiero,

Objetivos Específicos

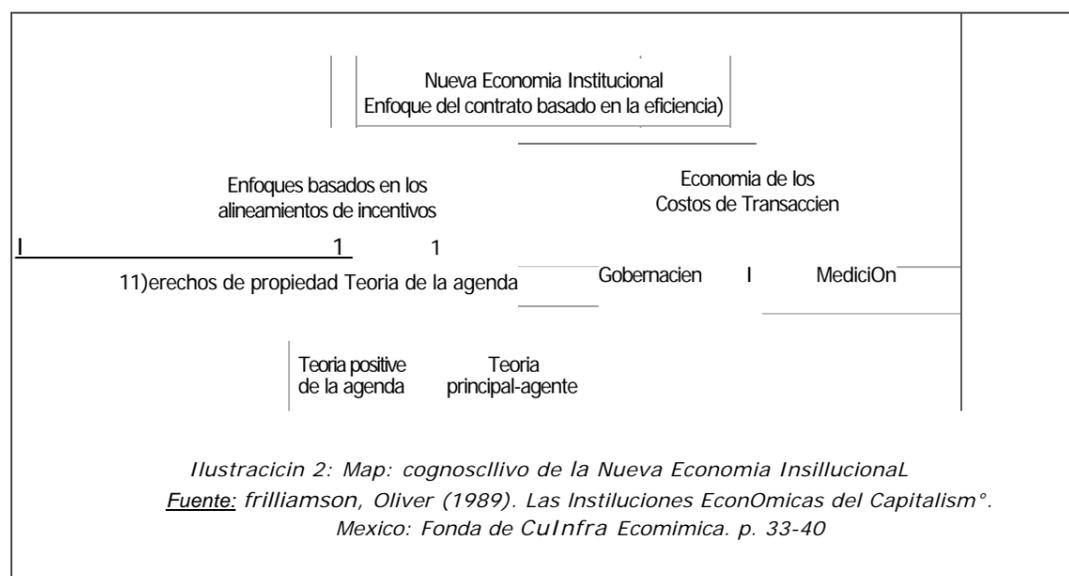
Estudiar las características que tienen los contratos de inversión, para definir los costos de transacción que están presentes en esos contratos.

Determinar cuáles son las funciones de la banca que mitigan los problemas de información asociados a las inversiones.

CAPITULO 1: Una AproximaciOn a los Costos de TransacciOn

Desde una perspectiva estrictamente teOrica, to ICE (Economía de los Costos de TransacciOn) se constituye en una rama de la *.Artieva Economía Institucional*. NEI, estudio de la "variedad de arreglos institucionales v organizacionales que las sociedades adoptan para dirigir la actividad econOmica"⁹. la coal estudia los lazos contractu.ales de acucrdo a un criterio de eficiencia.

Conviene en este punto. para evitar futuras confusiones con otras ramas de la misma .corriente teOrica, establecer una esquernatizaciOn de las vertientes de la NEI, esquema representado por la *ilustraciOn I*, basada en Williamson¹⁰). La diferencia principal entre una y otra tendencia reside en el propOsito que se le da a la contrataciOn. Mientras una gira alrededor de la economizaciOn de costos de transacciOn, la otra insiste en que el contrato se realiza para conciliar intereses encontrados generando incentivos para que cada parte curnpla con lo acordado. Este segunda rama. de la *alineaciOn de incentivos*, se subdivide a su vez en el *enfoque de los dereehos de propiedad*. que estudia la asignaciOn de los derechos de propiedad como principal responsable de la eficiencia en la producciOn: v en la *teoria de la agenda*.



Masten, Scott (1996). *Ibidem*.

¹⁰ Williamson, Oliver (1989). *Las Instimciones Ecomimicas del Capitalism°*. Mexico: Fonda de Collura EconOmica, p. 33-40.

Esta última parte hincapie en que los contratos se estructuran para salvaguardar a cada parte de acciones emprendidas por el otro que atenten contra el beneficio conjunto, y presenta dos orientaciones distintas. La literatura *principal-agente* se concentra en los efectos de las preferencias y la información asimétrica, asumiendo una perspectiva matemática y no empírica; mientras que la *teoría positiva de la agenda* se asirnila a la teoría de los costos de transacción al enfocarse en el estudio empírico y no matemático de la tecnología de contratos y capital físico o humano específico.

Por último, puede observarse que la TCE presenta dos enfoques diferenciados, aun cuando complementarios. Estos son el *enfoque de la gobernanza*, que estudia el contrato enmarcándolo en las estructuras de gobernanza a las que pertenezcan, y la *teoría de la mediación*, relacionada con las ambigüedades de la ejecución o los atributos asociados a la oferta de un bien o servicio.

Es importante destacar que tanto la teoría de la agencia como el enfoque de los derechos de propiedad, las llamadas por Williamson *teorías de la alineación de incentivos*, difieren del enfoque ICE en al menos dos aspectos: a saber, que las primeras se concentran en el lado ex ante del contrato: buscan resolver todas las cuestiones contractuales pertinentes a través de una negociación inicial, en la que se anticipan todas las posibles eventualidades a suceder y se establecen medidas para enfrentarlas. Además, asumen la eficiencia del ordenamiento judicial (tradicción del *centralismo legal*), mientras que la TCE niega este supuesto y amplía las posturas anteriores añadiéndole a las ideas sobre la propiedad y el alineamiento de incentivos que manejan, un reconocimiento a las instituciones de apoyo del contrato ex post.

El primero en exponer lo que serían los fundamentos legales de toda la nueva economía institucional fue Ronald Coase¹² en 1937, a través de un conjunto de ideas que luego extendería en su trabajo de 1960. Coase se refiere a los costos de transacción, sin emplear este

Según Williamson, O. (1989). *Op cit.* pp. 37-39, 51-52
Coase, Ronald (1937). "The nature of the firm". En: *Economica* IV (386-405). Coase, Ronald (1960). "The problem of social cost" En: *The Journal of Law and Economics* 3 (1-44).

termino¹³, conio los costos de pensar, planear y contratar asociados con toda transacc 6n, confiriendole peso especial a los asociados al *aprendizaje* y la *negociachin acerca de los terminus del cornrow*.

Pretendiendo una concepciOn alobal, La TCE puede considerarse un enfoque institucional y multidisciplinatio que unifica el derecho, la economia y la oranizaciOn¹⁴. Es decir, esta teoria pretende un entendimiento de los convenios contractuales (derecho) establccidos dentro de la organizaciOn (teoria organizational} siguiendo un criteria de eficiencia (economia). Es importante mencionar que esta definiciOn tambien es aplicable para el rester de las ramas de La NEI. Lo que diferencia La ICE de las otras teorias — teoria de agencia y enfoque de los derechos de propiedad. ambos basados en alineaciOn de incentivos — es que la TCE es un enfoque no-matematico basado en costos de transacciOn ¹⁵

Para Coase la existencia de empresas representa *per se* una falla del mecanismo de mercado, y los costos de transacciOn constituyen la justificaciOn que da a la creation o integraciOn de empresas. Este autor considera al mecanismo de precios y la empresa como dos fornas sustitutivas de asignaciOn de recursos, donde la segunda se diferencia por ser un cote jerarquizado. La decision de crear empresas depende, para Coase, de la relaciOn establecida_ o *trade-off*, entre los costos de transacciOn, a los que llama *costos de mercadeo*, y *los costos de organizaciOn*¹⁶ - que asocia a la concentration de autoridad, traducida en mds errores y mayor administrativa. La organizaciOn empresarial reduciria los costos de las transacciones al adjudicar la autoridad sobre los terminos de intercambio a una entidad diferenciada. el ernpresario, y no al mercado corno conglomerado. Estos costos se irian reduciendo a medida

Coase. Ronald (1937). *Op cit*. Pp. 390-392. Las ideas expuestas en este ensayo fueron extendidas en: Coase. Ronald (1960). "The problem of social cost" En: *The Journal of Law and Economics* 3 (1-44). El termini), clue posteriormente fuc aceptado por Coase. fue acunado por Kenneth Arrow para significar "los costos de administraciOn del sistema econOrnico" ("Costs *at* running the economic system"), que impedirian y *en* cases particulares bloquearian la formaciOn de mercados: Arrow, Kenneth (1969). "The Organization of Economic Activity: Issues Pertinent to the Choice of Market versus Nonmarket Allocation" en: *The Analysis and Evaluation of Public Expenditures: The PPB System, Vol. 1* (pp. 47-64). Washington: Joint Economic Committee. p. 48

¹⁴Williamson. Oliver (1998) "Revisiting Legal REalism: The Law. Economics and Organization Presoective". En: Medema. Steven ed. Coasean Economics: *Law and Economics and the New Institutional Economics* (pp. 119-160). Boston: Kluwer Academic Publishers p. 129

15

Williamson. O. (1989) *Op cit* p.34

¹⁶Marketing costs" y "costs of organising". Coase, Ronald (1937). *Op cif*. p. 403. A esios 6/imos. Harold IJemsetz en *La economic, de la empresa, comemarios criticos* (Alianza Editorial) los denornina *costos de direcciOn*.

que la empresa aumentara su tamaño porque cada vez más transacciones quedarían en manos del empresario; pero los costos de organización aumentarían al dificultarse las labores de coordinación.

Las ideas de Coase fueron ignoradas por mucho tiempo porque, aparte de resultar difíciles de formalizar matemáticamente, no explicaban claramente que diferenciaba a la firma del mercado. Por ejemplo, Alchian y Demsetz¹⁷ — aún sin dar una explicación satisfactoria al respecto¹⁸— niegan que la autoridad dentro de una empresa sea tan rígida como Coase sostiene, y desarrollan su propia teoría, basada en la producción conjunta y el monitoreo. No obstante, la noción general de Coase, que las empresas surgen para economizar costos de transacción, ha sido cada vez más aceptada.

La idea central de esta aproximación teórica es que el estudio de la eficiencia de arreglos organizacionales alternativos resulta en una comparación de los costos de transacción vinculados a cada arreglo. Así, tomando la transacción como unidad de análisis, pretende alcanzar una "economización" (*economizing*), reducción de los costos asociados a las transacciones correspondientes a la actividad en estudio, a través de una combinación de estructuras organizativas acordes con las transacciones involucradas. En lo que respecta al derecho, el foco de esta teoría se halla en las leyes contractuales, bajo la idea de que tras todo ordenamiento organizacional subyacen arreglos contractuales. La TCE da especial énfasis a las leyes asociadas a contratos de largo plazo que, dada la incertidumbre derivada de este, no pueden ser comprensivos, tal es el caso de las leyes laborales.

¹⁷ Alchian, Armen y Harold Demsetz (1972) "Production, Information Costs, and Economic Organization" *American Economic Review*, DM, Diciembre (777-795). P. 784

¹⁸ Para un recuento teórico de los diferentes estudios en teoría de la firma y los avances respecto al estudio de la dicotomía empresa-mercado, ver: Hart, Oliver (1989). "An Economist's perspective on the theory of the firm". *Columbia Law Review*, Vol, 89, N° 7. Noviembre (1757-1774) // Furubotn, Eirik y Svetozar Pejovitch (1974). "Property Rights and Economic Theory: A survey of Recent Literature". *Journal of Economic Literature* (1137-1162). Estos autores se orientan hacia el enfoque de Derechos de Propiedad, que, aunque conserva el mismo fundamento lógico y teórico de la TCE, centra su atención en el rol de los activos físicos y no en los humanos como se verá ocurre con esta última. Si se desea una revisión completa de la evolución de los estudios en la TCE, véase: Pitelis, Christos, "Transaction Costs, Markets and Hierarchies: the Issues". En: Pitelis, Christos ed. (1993) *Transaction Costs, Markets and Hierarchies* (7-19). Blackwell Publishers, Oxford // Williamson, Oliver (1989). *Op cit.* Mexico: Fondo de Cultura Económica, pp. 14-23

El éxito de esa economización dependerá de la combinación de estructuras organizativas cuyos mecanismos de contratos están acorde a las transacciones involucradas, por ejemplo, la existencia de cualquier tipo de organización sería explicada por su eficiencia en controlar los costos de transacción¹⁹,

Sin embargo ¿qué son realmente estos costos? Sobre la clasificación dada por Milgrom y Roberts²⁰, estos autores se remiten al origen mismo de los costos de transacción y, siguiendo a Arrow, los consideran los costos de hacer funcionar el sistema, dividiéndolos en costos de coordinación y motivación.

En cuanto a los costos de coordinación, estos surgen de la "necesidad de determinar los precios y otros detalles de la transacción, de hacer que la existencia y la localización de compradores y vendedores potenciales sea reciprocamente conocida y de reunir a compradores y vendedores para negociar."²¹

Desde la perspectiva del consumidor, estos costos incluyen el tiempo y los recursos empleados en la búsqueda de los oferentes y de los mejores precios, junto a los costos por los retrasos y por falta de ajuste relacionados con la dificultad de recibir la información. todos los cuales pueden caracterizarse como costos de búsqueda, que son a veces confundidos incluidos entre los costos de información. También mencionan los beneficios que no se realizan por el motivo del acoplamiento imperfecto entre compradores y vendedores (costo de oportunidad).

A los costos por motivación se asocian dos tipos de costos: en primer lugar, los que son producto del *compromiso imperfecto*, los relacionados con la posibilidad de una conducta oportunista de parte del agente, e bien del vendedor, desde el punto de vista del consumidor. La segunda clase de estos costos son los vinculados a la información incompleta y las asimetrías de información *Son los llamados por North costos de información o mediación*. Para North" estos costos representan aquellos en los que se incurre al medir los atributos

¹⁹ Masten. S. 1996. *Op cit* pp 9 - 12

²⁰ Milgrom P. and Roberts. J.(1992), *Economics, Organizations and Incentives*, New Jersey: Prentice Hall.

²¹ Milgrom y Roberts. *Op cit*. p.36

²² North. Douglass (1992) *Transaction Costs, Institutions, and Economic Performance*. San Francisco: ICS Press. pp 7-9; North. Douglass (1995). *Instituciones, cambio institucional y desempeño económico*. Fondo de Cultura

valiosos de los bienes y mercancías y de las diversas características del desempeño de los agentes, pues es de estos bienes o agentes - que se obtiene utilidad.

North incluye dentro de los costos de transacción a los costos de información, los costos de monitoreo y de cumplimiento (enforcement), a los que otorga atención especial, y un descuento por incertidumbre aplicado sobre el valor de bienes y servicios. Este va a reflejar el grado de imperfección de la medición y cumplimiento de los términos de intercambio. Es decir, añade el riesgo que se corre al efectuar una transacción. North dice: "El costo de la transacción reflejará la incertidumbre, pues incluirá un premio de riesgo, cuya magnitud traerá consigo la probabilidad de defección de la otra parte y el costo consiguiente para la primera parte".²³

Para Williamson²⁴, los costos de transacción se deben a estos dos atributos de la naturaleza humana, que constituyen los supuestos conductuales con los cuales trabaja la TCE.: la *racionalidad limitada* y el *oportunismo*, claramente explicados con anterioridad.

Además, Williamson emplea los términos *oportunisto ex-ante* y *ex-post* para referirse a la selección adversa y el riesgo moral, respectivamente²⁵. La primera se vincula con las dificultades que se presentan para la evaluación de riesgos previas a la concertación de un acuerdo, y los costos que esto acarrea; y el segundo se asocia al cumplimiento y evaluación de resultados.

En términos generales, el oportunisto ex-ante se vincula a esfuerzos realizados con el fin de definir o renegociar los términos del contrato volviéndolos más favorables para la parte que se comporta de este modo. Estas tácticas, más aún, de relacionarse solo con la selección adversa —provisión de información incompleta— pueden incluir desde regateos fuertes durante la consolidación del contrato, hasta pequeñas demandas por desviaciones mínimas respecto a los lineamientos, reclamos falsos por insatisfacción y retención de información relevante una vez que el contrato haya sido negociado. La idea es hacer del status quo una situación tan

Economía, pp. 46-47; North, Douglass (1997), "Transaction costs through time" En: Menard, Claude, *op cit* (pp. 149-160). pp, 149-151.

²³North, Douglass (1995). *Op cit*. p.50

²⁴ Williamson, O. (1989). *Op cit*. Capítulo II. Los supuestos de comportamiento que explica Williamson con detenimiento en esta obra han sido adoptados por la mayoría de los economistas que se identifican con la TCE.

²⁵ Williamson, O. (1989) *Op cit*. pp.57-58

desagradable que a la contraparte le sea preferible una renegociación a insistir con los terminus originales²⁶, lo cual resulta en costos extras.

El riesgo moral, por otra parte, comprende desviaciones respecto al Optimo conjunto producto de vacíos en la especificación del contrato de los cuales se aprovecha el oportunista para lograr una distribución más a su favor de las ganancias del intercambio, sin que esto signifique una violación explícita del acuerdo. Los costos producto de este oportunismo podrían ser disminuidos de elaborarse, *ex ante*, salvaguardas apropiadas.

Salvaguardarse, sin embargo, supone un costo de transacción, incluido en este caso dentro del *costo de agenda*. Este es definido por Jensen y Meckling (1976)²⁷ como la suma de los *gastos de supervisión y seguimiento* hechos por el principal para regular la conducta del agente, los *gastos de vinculación (bonding)*²⁸ en los que incurre el agente para asegurar que no tomara acciones que dañen al principal o indemnizarlo por incumplimiento, y la *perdida residual (residual loss)*, que es la diferencia entre las decisiones del agente y aquellas que maximizarían el beneficio del principal. Por su parte, Clifford Smith Jr. define los costos de agencia como "los costos de estructurar, administrar y reforzar (*enforcing*) los contratos"²⁹ que, desde su perspectiva, incluirían los costos de transacción e información relacionados con la contratación y los costos de azar moral.

El problema se presenta cuando el oportunismo y la racionalidad limitada coexisten, situación que Williamson, identifica con la mayoría de los casos reales. Aceptando esta situación como realidad, Williamson concluye que el contrato con el que se maneja la TCE es un contrato incompleto en su totalidad y orientado a circunstancias futuras³⁰. Dada la racionalidad limitada, y dado lo costosa que puede resultar obtener información detallada sobre las circunstancias futuras y sobre las características exactas de lo que se este negociando, así como discriminar entre las circunstancias producto del azar y aquellas producto de un

²⁶ Masten Scott (1996) *Op cit.* p. 7

²⁷

Jensen, Michael y William Heckling (1976). "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure", *Journal of Financial Economics* N°3 (305-360), p. 307

Entre estos costos se hallan restricciones voluntarias explícitas o implícitas en el comportamiento de los agentes, como la producción de balances financieros auditados periódicamente. Sin embargo, también se incluyen costos establecidas en el contrato en los que incurren tanto agentes como principales para alinear sus intereses, por ejemplo, provisiones en paquetes de remuneración que funcionan como incentivos.

²⁹ Smith, Clifford (s.f.). "Agency costs". *The new palgrave: A dictionary in economics*, p.39

³⁰ Williamson, Oliver (1998). *Op cit.* p. 134

comportamiento oportunista de la contraparte, se requiere necesariamente llegar a situaciones donde toda la información necesaria no es detallada. De este modo se entiende cómo el *contrato entre empleado-empedor no especifica todas las funciones que estos deben desempeñar*, y cómo el precio de los bienes y servicios que se negocian no son homogéneos y muchas veces no corresponden con su valor real, por ser este casi siempre desconocido.

El objetivo final de incurrir en estos costos de motivación es hacer que la contraparte crea que sus acciones generan su recompensa/penalización en concordancia con sus preferencias.

Estas recompensas no poseen necesariamente un carácter material. Aunque cuando los premios monetarios tienen sentido en las relaciones impersonales, en las cuales la contraparte no es conocida, ciertos valores morales pueden ser más eficientes. Por ejemplo, la reputación, la amistad, los grupos, la lealtad, el patriotismo, creencias religiosas, la familia, la responsabilidad, y la condición de comunidad de solidaridad, socialización, integración social. Por ejemplo, la idea de mantener relaciones comerciales de largo plazo es crear vínculos morales que refuerzan el compromiso³¹.

Lo que debe entenderse es que estos costos son el resultado de la escasa información³² e implican que los contratos y compromisos tienen que ser necesariamente incompletos. Bajo un esquema de racionalidad limitada y oportunismo³³, los costos, de crear un contrato totalmente extensivo que están involucrados en una mínima contingencia en la simplicidad de las relaciones, son *infinitos*. *Y si no fuesen así, probablemente podrían sobrepasar los beneficios de la relación contractual*³⁴.

Para el correcto estudio de los costos involucrados en cada transacción deben considerarse aquellos aspectos de las transacciones que generan una diferencia en el costo que acarrearán y,

³¹ Ver Campbell, Donald E. (1999). *Incentives. Motivation and the Economics of Inhibition*. 2ª edición. Cambridge University Press.

³² Williamson, Oliver (1989). *Op cit Capítulo 11*. North, Douglas (1992).

³³ Se habla de ambos factores en conjunto debido a que sin racionalidad limitada permitiría una definición menos costosa de un contrato diseñado perfectamente aun cuando existe oportunismo; y en la presencia de racionalidad limitada pero sin oportunismo, se podría solucionar con la inclusión de una cláusula general en el contrato que tome en cuenta cualquier tipo de evento que pueda ocurrir.

³⁴ Por ejemplo, esta es la razón por la que los convenios, aún cuando son excesivamente detallados, no pueden especificar todas las acciones que son requeridas por los prestatarios.

par tanto, dan lugar a arreglos organizacionales distintos. Siguiendo a Milgrom y Roberts³⁵, se tiene que estos elementos son:

Especificidad de la Inversión: el oportunismo se revierte de especial relevancia en actividades económicas que involucren *inversiones específicas*, tanto en capital humano como físico.³⁶ Williamson reconoce cuatro tipos de especificidad de activos: *especificidad del sitio* —si, por ejemplo, los puntos de venta de un producto deben estar ubicadas en lugares determinados—, *especificidad de los activos físicos* —los tubos para un pozo petrolero—, *especificidad del capital humano* —producto de la especialización del trabajo—, y los *activos dedicados* —inversión en expansión que solo se realiza ante el prospecto de futuras ventas a un cliente determinado—. A estas puede añadirse la *especificidad temporal*, cuando el producto depende del tiempo, por ejemplo, los periódicos, los bienes caducables —medicinal, alimentos— o de almacenamiento costoso³⁷. Para Williamson, cuando los activos resultan altamente específicos la integración vertical reduciría el costo de transacción sin encontrar contrapartida en un aumento del costo de organización. Una inversión específica, en cualquier caso, precisaría de un contrato correctamente estructurado que asegure a las partes el cumplimiento del convenio, puesto que si el contrato no llegara a efectuarse o sus términos fueran renegociados en forma oportunista la pérdida sería considerable, en tanto que la especificidad del activo priva al productor del bien o servicio de intercambiarlo con otra contraparte.

Grado de interdependencia con otras transacciones. Relacionado con el caso anterior, un ejemplo de actividad donde este grado es alto sería la producción de piezas de un determinado artefacto. La cantidad a producir de estas, así como su forma

³⁵ Para referencias sobre estos elementos, excepto aquellos en los que deba hacerse mención especial, ver: Milgrom, P. y J. Roberts. *Economía, organización y gestión de la empresa*. Ed. Ariel, pp. 38-41. Williamson (1997). *Op cit.* p.6, considera como las dimensiones críticas en las cuales difieren transacciones, en conformidad con la TCE, a los tres primeros elementos que mencionan Milgrom y Roberts

³⁶ Sobre las inversiones específicas y los costos de transacción ver: Williamson, O. (1989). *Op cit* p. 103; Demsetz, Harold. *Op cit*, p.33; Milgrom, Paul y John Roberts (1993). *Op cit*, p.38; Langlois, Richard (1998). "Transaction cost, production costs, and the passage of time". Langlois dice: "Los activos son altamente específicos cuando tienen valor dentro del contexto de una transacción particular, pero tienen relativamente poco valor fuera de esta transacción. Esto abre las puertas al oportunismo" (p. 7, traducción libre)

³⁷ Masten, Scott. *Op cit*. p. 13

debe ser cuidadosamente coordinada entre las empresas productoras. Supóngase una empresa que produce tornillos y otra que produce tuercas. Ambas compañías deben coordinar tanto su nivel de producción como los diámetros de sus piezas, de modo que encajen perfectamente.

Frecuencia y duración de la transacción. Al respecto se han realizado una serie de estudios, la mayor parte de ellos empleando elementos de la Teoría de Juegos. Cuando las transacciones se limitan a una operación única, la incertidumbre respecto a los atributos de la contraparte puede resultar de magnitudes significativas. El riesgo es alto y el costo de documentarse o evaluar puede ser, aunado a un descuento por riesgo, superior al valor del bien o servicio que se desea adquirir. De hecho, la medición de los diversos atributos de un bien o servicio a recibir, incluido el desempeño de un agente, puede llegar a resultar tan costosa que no pueda cubrir toda el área de estudio. En este sentido, el origen del costo se relaciona con la presencia de información incompleta respecto a la conducta y actitudes del otro.

Si, en cambio, la transacción se repite frecuentemente y bajo condiciones similares entre las mismas partes³⁸, se tiene la posibilidad de descifrar las características del otro, y tomar las actitudes correspondientes a su desempeño a largo plazo, reduciéndose así la necesidad de mecanismos formales, como el juicio, para hacer cumplir los acuerdos. De igual manera, las necesidades de planificación detallada se reducen gracias al desarrollo de un conjunto de costumbres y procedimientos rutinarios entre las partes, lo que acarrea una disminución neta de los costos. La idea radica en que cuando la transacción se repite una y otra vez, aumenta el conocimiento que se tiene de la contraparte y los procedimientos se convierten en rutina. Esto concede un gran valor a la *experiencia*³⁹, la cual ayuda a tomar decisiones cuando existe racionalidad limitada. Aun cuando las elecciones que los individuos encaran día tras

³⁸ Este es el caso que se ha estudiado en Teoría de Juegos, en la forma de juegos de repetición, para evaluar la cooperación entre los agentes.

³⁹ La TCE confiere un rol especial a la experiencia y es una de los elementos de la TCE que más se usa para entender mejor las maneras de sobrevivir de las organizaciones. En el caso nuestro de interés, la experiencia acumulada de los intermediarios financieros les facilita ciertas decisiones de inversión. Para conocer un poco más acerca del proceso de aprendizaje a través de la experiencia "learning through experience" ver North, D. (1991) and Levitt — March (1995:28-30).

dia no tienen precedente en sus vidas, muchas de sus actividades son de igual manera un rutina o similares a situaciones pasadas. Para facilitar la toma de decisiones, los agentes adoptan una serie de respuestas estandares a circunstancias similares.

Complejidad, incertidumbre y dificultad de medir la actuaciOn. Existen transacciones en las que los resultados dependen en parte del esfuerzo del agente y en otra proporciOn de la Naturaleza o agentes externos, to que pace dificil determinar si el resultado obedece a simple azar —lo que se denomina *incertidumbre parometrica* - o si tambien tiene conexiOn con el desempeo del agente, si este en efecto hizo lo que dehia — a esto se le dice *incertidumbre de comporiamiente*⁴. el oportunismo de Williamson-. En este caso, tipico de riesgo moral, el costo de medir la actuaciOn real puede ser alto, y las acciones a tomar para disminuir los costos asociados o hacerlos irrelevantes suelen involucrar un traspaso de derechos de propiedad al agente para incentivarle a tenet- un desempeo eficiente. De cualquier nianera, a mayor sea la incertidumbre presence o la complejidad de la informaciem requerida y de la actividad a realizar, mayor sera el costo de transaction involucrado en la transacciOn y más dificil sera minimizar el riesgo estableciendo en el contrato todas las eventualidades posibles y las acciones a tomar en cada caso, tal como lo busca el enfoque principal-agente traditional. Se requiere entonces de un contrato que en vez de especificar item por item cada aspecto relacional^o con la [area en cuestiOn, aclare y enmarque el derecho de decisiOn de cada parte.

Para finalizar, es importante tomar en cuenta que en un mundo de contratos incompletos la manera en clue se decida llevar a cabo una transaction dependera de cuan completos scan los contratos que involucre, y el costo o riesgo asociado a este. En este sentido, la *reputaciOn* es vital⁴¹. El riesgo que se corre al negociar con agentes de alta reputation disminuye, pues esta fungira como freno al oportunismo de los agentes, una vez que estos tomen en cuenta el valor esperado de futuras transacciones en conjunto, la facilidal con que 4 contraparte y otros

⁴⁰ Para una discusiOn sobre las diferencias entre estas incertidumbres, ver: Dietrich, Michael (1991). Firms, Markets, and Transaction Cost Economics. *Scottish Journal of Political Economy* ; Anderson, Erik y David Schmialein. "integration or the Sales Force: An Empirical Examination" en: *Rand Journal of Economics*. 15 (3) (pp.385-395). p. 387

⁴¹ Masten, Scott. *Op cit.* p. 15

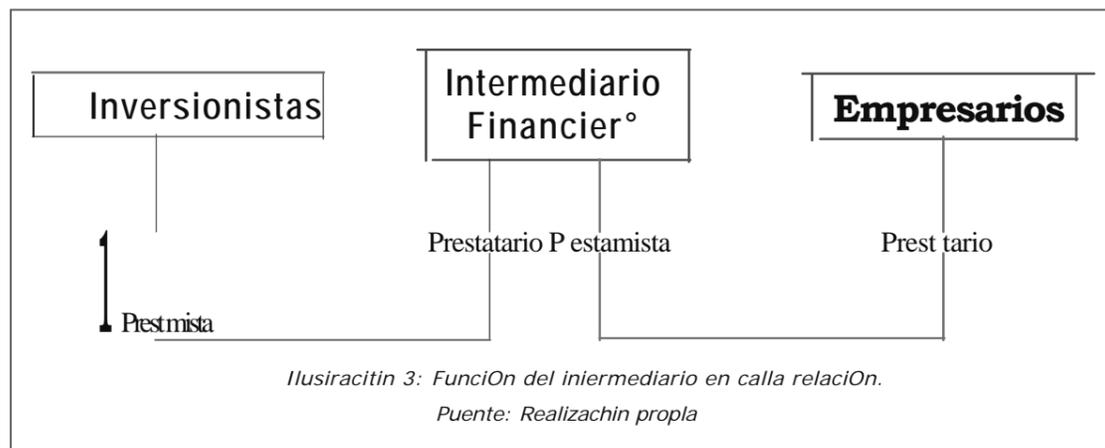
socios comerciales potenciales pueda detectar el comportamiento oportunista, el tiempo de respuesta por parte de la contraparte ante un incumplimiento, así como el conjunto de normas éticas, instituciones, de la sociedad que sirva de contexto para la operación. A medida que estos factores pesen más a favor del oportunismo, la reputación tendrá menos valor y los contratos se harán cada vez más detallados, en especial en lo referente a los mecanismos de refuerzo.

Se puede observar entonces que varias definiciones de Costos de Transacción pudiesen aplicarse a los costos presentes en problemas de inversión, como lo son los costos de información o medición, los costos de monitoreo y cumplimiento, así como la racionalidad limitada y el oportunismo (ex-ante y ex-post). Todos ellos basados en las definiciones de cada uno pudiesen ser válidos para explicar costos en presencia de asimetrías de información, hecho que afectaría a los inversionistas a la hora de invertir.

El siguiente capítulo definirá más claramente, basado en un análisis de relaciones contractuales de inversión, cuáles son los costos de transacción que específicamente están presentes en problemas de inversión con asimetrías de información en el sistema financiero.

CAPITULO 2: Relaciones entre Empresarios e Inversionistas: ¿Cómo Obtener Fondos en Ambientes con Información Limitada?

Para entender el funcionamiento de un intermediario financiero como organización, deben ser identificadas dos relaciones principales. La relación entre los inversionistas y el intermediario - en la cual el intermediario realiza una función de prestatario-, y la relación entre los empresarios y el intermediario — en la cual el intermediario realiza la función de prestamista⁴².



Sin embargo, si consideramos que los intermediarios financieros son exactamente *intermediarios*, podemos ver la relación como una simple transacción entre un prestamista y un prestatario, cosa que finalmente ocurre en el proceso de intermediación. Siguiendo la percepción de la TCE, solo a través del estudio de las motivaciones fundamentales, los intereses y conflictos entre las partes — el prestamista y el prestatario — es que se puede comprender porque una tercera parte es necesaria para permitir esa transacción.

Para desarrollar esta idea debemos referirnos a las diferentes teorías que evalúan y trabajan con esta relación, principalmente los modelos de *Estruorra — Capital*, desarrollado en la

⁴² A lo largo de esta investigación, vamos a utilizar el concepto de prestar en el sentido general de la palabra. Al mismo tiempo, cuando admitimos que nuestro enfoque será en especial para el caso de los bancos, nuestro concepto de prestamista envuelve inversiones de capital o deuda. Por lo tanto, vamos a usar las palabras "prestamista" e "inversionista" como sinónimos, así como en el caso "prestatario" y "empresario". En el último de los casos, nuestro entendimiento de empresarios y empresas envuelve a los hogares, quienes pueden ser representados como un tipo de empresa simplificada. Para especificar el tipo de prestamista/inversionista no estamos refiriendo a que usaremos tenedores de deuda/prestamistas o accionistas/capitalistas/tenedores de capital.

proposiciOn I de Miller — Modigliani⁴³, "No Magic in Leverage Theorem" (El Teorema de que no hay magia en el apalancamiento), la cual considera a la deuda y el capital como sustitutos perfecto en ausencia de impuestos y de costos de transacciOn de cualquier tipo, por ejeniplo, en la ausencia de problemas de infonnaciOn⁴⁴.

Una vez que los impuestos son iniroducidos en el modelo y hasta son permitidos los ajustes de costos, las principales teorias luchan por explicar por clue ciertas compailias con características similares y que estan bajo un esquema de igualdad de impuestos podrian teller una diferencia notable en los niveles de apalancamiento, o por que empresas bajo altos niveles de impuestos podrian estar menos apalancadas que empresas con bajos impuestos, Es interesante notar que las Onicas explicaciones posibles a estas preguntas fueron basadas en la teoria de agencia⁴⁵.

Por lo tanto, la idea basica del modelo trade — off es que el nivel Optimo de apalancamiento de una empresa se obtiene de ponderar los beneficios (por ejemplo el escudo fiscal) y costos de deuda, con los beneficios y costos de capital, donde estos costos son principalmente los costos de agencia — costos de transacciOn desde una perspectiva de principal —agente - y estos costos son generalmente originados por cualquiera de los siguientes problemas:

2.1. Gerentes y capitalistas: La separaciOn de quiên tiene la propiedad de la empresa y el conflict° de quiên tiene el control.

Algunos gerentes tienen cierta preferencia por la deuda o por retener las ganancias como recurs() de obtenciOn de fondos, porque esos le permiten una mayor flexibilidad operacional dado que hay una reducciOn en el tan llamado *separaedm de la propiedad de la empresa y el problema del control*⁴⁶, los cuales se incrementan debido a la diferencia de intereses entre gerentes (como aciministradores de la empresa) y propietarios. Mientras que los accionistas en

⁴³ Miller, M. & F. Modigliani (1958). "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment" *The American Economic Review* 53, No 3.261-297 (31)

⁴⁴ Myers, Stewart (1984). "The Capita] structure Puzzle", *The Journal of Finance* XXXIX, 3, 575-592

⁴⁵ Myers, S. (1984). *Op cij p. 2*

⁴⁶ Para detalles de este tem, referirse a Alchian — Dernsetz (1972), Campbell (1999: 79-86), Grinhlatt — Titman.)2002) Capitulo 18.

general están interesados en obtener mayores ganancias a través de la maximización del valor de las acciones, los gerentes estarán interesados en perseguir otro objetivo, en como mantener la participación del mercado de la compañía y/o incrementarla así como su duración a lo largo del tiempo⁴⁷.

El problema que los gerentes enfrentan es que ellos deben satisfacer no solo los intereses de los inversionistas, sino también los intereses de los clientes, proveedores y empleados. Por lo tanto, los gerentes tienen que ponderar las demandas de cada uno de esos grupos y de su fuerza coercitiva⁴⁸.

Si también son considerados los riesgos de *oportunismo*, la probabilidad de que un gerente actúe en contra de los intereses de los accionistas se incrementa. Esto obliga a los capitalistas (dueños del capital de la empresa) de buscar los mecanismos que procuren una alineación de incentivos entre ellos y los gerentes.

La estrategia más popular es de *traer parte de los derechos de propiedad a los gerentes* por lo que ellos podrían ser afectados por cualquier decisión concerniente al valor de las acciones. Esta medida involucra a los gerentes en perder parte de sus propios bienes e incurrir en acuerdos y costos legales para decidir como se va a modificar la estructura de la empresa y, sin embargo, esta no es necesariamente una medida efectiva⁴⁹.

Una segunda opción está en *pagar de acuerdo al desempeño*. Aunque esta medida sea muy popular, su implementación no es fácil debido a la racionalidad limitada. La selección y

⁴⁷ Se debe reconocer que estas metas están generalmente relacionadas a una agenda personal, como el reconocimiento público de un tipo.

⁴⁸ Algunas decisiones difíciles de los gerentes implican en cómo satisfacer las demandas de los clientes si los proveedores de las empresas no proveen los materiales para hacerlo; o como hacer una reestructuración de personal que incremente el valor de las acciones afectando a los empleados, especialmente si las fuertes creencias de valores están involucradas o si se han creado lazos afectivos. Toda esta situación no incluye el interés propio del gerente y los riesgos de la compañía por el mal uso de los fondos: "the (ab) use of the company's jet" case (el caso del (ab) uso del jet de la compañía.)

Como Milgrom y Roberts señalan, ser un propietario — gerente no garantiza que las acciones satisfacen a los otros accionistas ya que los gerentes con una cantidad sustancial de participación en la empresa, como un 50%, pueden decidir simplemente gastar fondos de la compañía en cosas innecesarias como hoteles lujosos, un carro costoso de la compañía. debido a que ellos poseerían la mitad de los costos financieros y los beneficios serían enteramente para ellos. Para mayores detalles de las otras opciones de los accionistas. Milgrom Paul, y John Roberts (1992). *Economics. Organizations and Management*. New Jersey: Prentice Hall. p.492. Revisar Grinblatt, M y S. Titman (2002). *Financial Market and Corporate Strategy*, International edition, New York: McGraw-Hill pp.649-651.

calculo de variable(s) proxies para el desempeño en la estructuraciOn de un modelo que no genere incentivos contrarios involucra costos considerables.

La Ultima posibilidad, siempre necesaria en casos de riesgo moral, es la supervision n el segunniiento, el cual protege los intereses de los capita]istas de varias maneras. Monitorear es el intento, a veces muy eficiente, de verificar si las acciones y politicas implementacias por los gerentes beneficiO a los accionistas; supervisar el nivel de ga.stos de la empresa y asi identificar un mat use de Tondos, si es que lo hay; y por ultimo verificar que los beneficios reportados fueren realmente los obtenidos por las empresas.

La mayor dificultad con el monitoreo, la cual tambien aplica para el caso del monitoreo de los tenedores de deuda, no es Onicamente sus costos sino tambien el hecho de que si el nUmero de inversionistas es grande, podria ocurrir un problema de presencia de polizones (free-riding) debido a que aquellos inversionistas que no rmonitorean podrian beneficiarse de aquellos que si lo hacen, copiandose de sus estrategias de inversion. Las posibles opciones son de no supervisar del todo, de °blips a todos los inversionistas a supervisar o permitir a un grupo select() que lo haga^{5°}.

Para el caso de los accionistas, este grupo select() podria ser la junta directiva de la empresa, tipicamente elegido para el resguardo de los intereses de los accionistas. Sin embargo, esta opciOn tambien nos]levy a otro problema. de riesgo moral, de preguntarnos 1,quien super-visa a los supervisores?⁵¹. Esto justificaria la contrataciOn de auditores externos o justificaria la delegaciOn de este trabajo a otra entidad extemW².

Por Ultimo, si agregamos el problema de selecckin adversa⁵³ ser un tenedor de capitales de la empresa puede convertirse en algo muy costoso, que haga que la segunda mejor opciOn seria no invertir del todo, pudiendo representar un equilibrio de Nash.

^{5°} Diamond, D.(1984). *Op ell*.

Milgroin Paul. y John Roberts(1992). *Op ch* p.497

⁵² Esto se discutirá mas adelante cuando hablemos de as Ilinciones tfc los intermediaries financieros en el capitol° 3.

⁵³ SelecciOn adversa en las relaciones de financiamiento en general se discutira en el apartado 2.3 de este capitulo.

Obviamente existe una alternativa de convertirse en un tenedor de deuda, la cual podría ser la mejor opción cuando los costos del seguimiento son muy altos⁵⁵.

Por lo tanto, surge la pregunta de ¿por qué no todo el financiamiento se hace a través de contratos de deuda? La razón está en que, como fue previamente establecido, el apalancamiento excesivo también es muy costoso.

2.2. *Conflict° de intereses entre los accionistas y los tenedores de deuda.*

Como hemos señalado, el interés de los accionistas/capitalistas es maximizar el valor del capital de las empresas. Siendo que el valor total de las empresas es la suma de la deuda y los valores del capital, los accionistas en una empresa apalancada pueden identificar las vías para incrementar el precio de las acciones sin afectar el valor de la compañía. Por ejemplo, a través de la reducción del valor de la deuda.

Asumiendo que los incentivos de los gerentes y de los accionistas están alineados, los tenedores de deuda pueden ser seducidos/engañados a través de varias estrategias⁵⁵. Por ejemplo, los capitalistas pueden mandar a los gerentes a liquidar los activos de la empresa y distribuir las ganancias como dividendos.

Sin embargo, el mayor riesgo de ser un tenedor de deuda en un mundo que trae consigo riesgo moral, es que el financiamiento con deuda tiende a conducir a los gerentes hacia proyectos muy riesgosos, incluso con Valor Presente Neto (VPN) negativo, en los cuales si es exitoso, significara altos beneficios para los accionistas y/o gerentes. Pero si no son exitosos, la pérdida podría ser compartida con aquellos acreedores cuya compensación podría no ser del todo pagada⁵⁶.

Los contratos de deuda pueden ser la mejor opción cuando los resultados no pueden ser observados debido a que no podría ser posible de saber si el gerente se está quedando con cierta parte de los retornos; a los tenedores de deuda solo les interesaría recibir el retorno del mercado, sin interesarles nada respecto a la existencia de cualquier beneficio extra. Si los resultados de la compañía fueran observables, la contratación de deuda seguiría siendo la mejor alternativa cuando estos resultados dependan en principio del esfuerzo de los empresarios. Este caso, creando capital no permite a los gerentes disfrutar del retorno marginal del esfuerzo (Romer, 2001: 392 — 402; Diamond: 1984: 395-400; Stiglitz — Weiss. 1983: p.926) Sin embargo, este análisis es una versión sobre simplificada porque esto subestima los costos de la deuda.

⁵⁵ Para explicaciones más detalladas, ver Grinblatt, M y S. Titman (2002). *Op. cit.* Capítulo 16

⁵⁶ Ver Milgrom Paul. y John Roberts (1992). *Op. cit.* p.183; Jensen — Meckling (1976).

Para que ellos mismos se protejan contra esos riesgos, los tenedores de deuda utilizan convenios de deuda, los cuales, como Myers⁵⁷ expresa, no podrían ser explicados sin aceptar la existencia de costos de agencia y riesgo moral. Estos convenios son usados generalmente para especificar derechos legales en caso de bancarrota — confiriéndoles generalmente a ellos un rango preferencial en la distribución de los procedimientos de liquidación — pero estos también son usados para restringir el comportamiento de los gerentes. De esta manera ellos pueden forzar a la compañía a asegurar sus activos en nombre de los tenedores de deuda y controlar su habilidad de vender activos y emitir dividendos⁵⁸; prevenir cambios en el control de la corporación⁹ y también establecer restricciones a los niveles de deudalcapital y de la emisión de nueva deuda⁶; la cobertura de interés, niveles de capital de trabajo y la recompra de acciones

Estos convenios limitan seriamente la flexibilidad operativa y financiera de los gerentes, así como la posibilidad de invertir en ciertos proyectos beneficiosos en momentos que no hay internamente suficientes fondos para hacerlo. Además, cualquier shock externo en las variables sujetas a convenios podría incrementar notablemente el costo marginal de la deuda, justo cuando esta es más necesaria⁶².

Finalmente, los costos de deuda implícitos en los convenios de deuda y otras medidas que los tenedores de deuda toman para protegerse⁶³ pueden contribuir a mayores desalineamientos de

⁵⁷

Myers, S. (1984). *Inden?*. Acerca de las características de los convenios de deuda, ver Smith-Warner (1979). Esto está relacionado con el primer tipo de actitud oportunista explicado, así como con las disposiciones en caso de bancarrota.

Esto podría significar, el tratar con gerentes desconocidos e incurrir en un conjunto de nuevos costos para tener acceso a la información respecto a ellos.

⁶⁰ La creación de deuda generalmente induce a una caída del valor de la deuda existente. Además, el nivel de deuda podría ser un indicador de su riesgo.

⁶¹ Los tenedores de deuda generalmente usan estas medidas como medidas de aproximación a los niveles de apuros financieros (Financial distress) de las empresas.

Ver Fazzari, Steven M., Hubbard, K. Glenn; Bruce Petersen (1988). "Finance constraints and Corporate Investment," *Brookings Papers on Economic Activity*, No I. 141-195 pp. 151-152. -Q

Los convenios de deuda y los costos así como otras medidas de protección tomadas por los tenedores de deuda pueden también ser la explicación para las inversiones de corto plazo de las empresas — de aceptar proyectos de corta terminación. Los proyectos de larga terminación, aún con alto VPN, puede implicar la necesidad de refinanciarse con deuda a altos costos, lo que afecta negativamente el valor de las acciones. (Grinblatt, M y S. "Pitman (2002). *Op cit* pp. 567-569).

⁶³ Ver sección 2.3

incentivos. En el caso de las empresas con problemas financieros, los gerentes podrían invertir por debajo de lo que pudiesen hacerlo, privándose de algunas oportunidades de inversión con VPN positivo en momentos en que la carga de la deuda existente haga los préstamos tan costosos que los accionistas encuentren negativo el valor del proyecto⁶⁴.

Los gerentes podrían también tratar de continuar haciendo funcionar a la empresa como ellos pueden, cuando el valor de mantener trabajando a la compañía sea menor de su valor de liquidación. En estos casos, una empresa debería declararse en bancarrota y vender sus activos; sin embargo, estos actos perjudican a los gerentes y a los accionistas. A los gerentes, porque declararse en quiebra implica perder sus ingresos, beneficios, quizás sus pensiones y su reputación — esa pérdida para ciertas economías y ciertos sectores económicos podría forzarlos a un retiro temprano. A los accionistas, dado los convenios respecto a las bancarrotas, esto podría significar la pérdida total de los fondos invertidos.

De esta manera, los convenios todavía no protegen suficientemente a los tenedores de deuda contra el oportunismo de los gerentes, lo que hace necesario el uso del monitoreo. Sin embargo, el monitoreo no necesita ser tan detallado y frecuente como en el caso de los accionistas, siendo que el principal interés de los tenedores de deuda es recibir su pago acordado⁶⁵.

2.3. Selección adversa en las relaciones de financiamiento.

En la presencia de selección adversa, no es fácil identificar la calidad de los prestatarios y sus portafolios. Las consecuencias de esto son explicadas por Myers⁶⁶, quien desarrolla un modelo en el cual las preferencias del financiamiento de los gerentes depende de su

Myers, S. (1977) "Interactions of Corporate Financing and Investment Decisions — Implications for Capital Budgeting", *Journal of Finance* 29, No 1, 1-25

⁶⁴ Otra estrategia que los tenedores de deuda pueden usar para supervisar e incentivar a los empresarios es dar preferencia a las deudas de corto plazo, y por lo tanto aceptar renegociación si el record de pagos de los prestatarios está limpio. El que queda por debajo en esta estrategia es el prestatario, debido a que el prestamista puede, sin ninguna razón aparente, rehusarse a renegociar a un cambio inesperadamente a una tasa alta para la recontractación. lo cual lleva a la quiebra a una empresa. Para otras alternativas de que usan los tenedores de deuda para protegerse ver Grinblatt, M y S. Titman (2002). *Op cit pp.* 585 — 587.

⁶⁵ Myers, S. (1984). *Op Cit.* Pp.582-585

información privada y de las diferencias entre esta información y las creencias de los agentes externos.

Myers muestra que cuando un proyecto está subvaluado, el gerente preferiría utilizar deuda debido a que emitir acciones subvaluadas representa una pérdida, y porque los beneficios esperados cubrirían los pagos de deuda, y todavía se incrementaría el valor de la empresa. Por otro lado, si el proyecto está sobrevaluado, emitir capital (acciones ordinarias) elimina el riesgo de no ser capaz de cumplir con los compromisos de deuda, y debido a la ganancia que está implícita en la venta de acciones sobrevaluadas.

Como los inversionistas saben que los gerentes pueden realizar este tipo de estrategia, ellos demandarán una prima por el nivel de riesgo asociado para cada título valor.⁶⁷ Esto puede afectar la estructura de costo de los fondos de tal manera que el gerente podría ser forzado a emitir deuda cuando la empresa no posea suficientes fondos para financiar internamente un proyecto y, aún cuando este subvaluado, solo emitirá capital cuando su apalancamiento haya alcanzado su límite".

Además de las primas de riesgo, la selección adversa también implica buscar costos, en los que típicamente incurren los inversionistas. En este caso, ellos pudieran terminar enfrentando un problema de polizones (free-riding), si "la gente que no pagan por información toma ventaja de la información que otras personas han pagado para encontrarla"⁶⁹

La presencia de altos costos de información y de polizones (free-riding), puede llevar a los inversionistas a tomar un número de medidas adicionales. En el caso de los tenedores de deuda, ellos involucran generalmente requerimientos colaterales e incrementos de tasas de interés, siendo esto contraproducente. Aquellos prestamistas quienes dependen excesivamente del colateral, ahorran los costos de obtener tomadores de riesgo beneficiosos, que de otra

al, 1

⁶⁷ El capital (en acciones ordinarias) es el más riesgoso de los valores emitidos ya que los capitalistas sufrirían una mayor pérdida de una subvaluación que los tenedores de deuda.

Esta es la razón básica que usa el modelo de La Ley del Precio Fuerte de Inversión, en el cual el recurso de fondos es más barato para las firmas que enfrentan asimetrías de información externa - ante debería ser libre de flujos de caja, y los títulos valores ordenados desde el menos riesgoso al más riesgoso.

Mishkin, F. (2003) *Op Cit* p. 189

forma no hubiesen sido aceptados⁷⁰. Además, los prestatarios cuya deuda esta sujeta a un colateral pueden ser menos cuidadosos al usar el activo usado como colateral, al menos cuando ellos tengan que pagar una póliza de seguro para obtener el crédito.

Respecto al incremento de la tasa de interés, este incremento en los costos de los fondos promueve la tendencia en los gerentes de escoger proyectos riesgosos en empresas con problemas financieros, debido a que esto reduce el VPN de sus proyectos⁷¹.

Para finalizar, la filosofía de la estrategia usada como recurso para cualquier tipo de inversionista es la *racionalidad crediticia*. Esto se refiere a no prestar a ciertos prestatarios a menos de cuanto alto sea el rendimiento que ellos anuncian, o dependiendo de cual es la tasa de interés que ellos están dispuestos a aceptar⁷² o prestarles menores cantidades de las requeridas.

Como podemos ver, *la información imperfecta* y el *oportunismo* crean pérdidas para cada grupo involucrado en la relación financiera, debido a que ellos previenen más tarde a la gente con fondos parados y/o improductivos que a conocer gente que necesita esos fondos para desarrollar proyectos de inversión rentables.

Aun cuando esto represente una pérdida para todo el bienestar de la economía; el grupo más afectado es indudablemente el de las nuevas y pequeñas empresas, de las cuales hay *información insuficiente*. Estas empresas no solo enfrentan altos costos de fondos externos, sino que pueden ser privados de estos fondos en tiempos de crisis financieras⁷³.

Gelos, R.G. y Werner, A. (1999). "Financial Liberalization, Credit Constraints, and Collateral - Investment in the Mexican Manufacturing Sector". *IMF Working Papers* 99/25, International Monetary Fund. pp20-23

⁷¹ Para mayor información, ver Minsky (1964 y 1982), Wojniower (1980), Stiglitz — Weiss (1983).

⁷² Stiglitz, Joseph E. y Andrew Weiss (1981). "Credit rationing in markets with imperfect information". *The American Economic Review* 71, June, 393-410

Los problemas de asimetrías de información son más agudos para los hogares, ellos necesitan típicamente créditos para consumo de bienes (incluyendo bienes durables, no durables y servicios). Ciertamente, ellos pueden obtener créditos del gobierno, empleadores, parientes, amigos, casa de empeño (los cuales de hecho pueden ser interpretados como intermediarios financieros), y también por prestamistas privados (quienes prestan usualmente a tasas usurarias y usan la violencia como mecanismo de refuerzo de cumplimiento). Sin embargo, los intermediarios financieros (incluyendo las asociaciones informales que funcionan como uniones de créditos y cooperativas) juegan un rol importante en la provisión de fondos a los hogares.

En terminus generales, se ha podido observar en este capítulo que en diversos problemas relacionados a la búsqueda y obtención de fondos, la presencia de asimetrías de información entre ambas partes de la relación contractual genera a todos los agentes involucrados costos asociados a esa falta de información.

La presencia de racionalidad limitada y oportunismo entre los agentes genera desconfianza en la contratación y en su cumplimiento, buscando vial de solución como la supervisión y monitoreo de la relación, aun cuando esto también pudiese generar problemas como los llamados free-riders. Todo esto explica entonces la búsqueda de una tercera parte como intermediario a la cual se le delega las funciones de monitoreo y supervisión, para así lograr que la falta de información y los costos que genera no sea un problema a la hora de invertir o en la búsqueda de fondos.

CAPITULO 3: La Teoria de la IntermediaciOn Financiera

Como hemos visto, las estrategias que el inversionista podria adoptar para reducir la incertidumbre asociada a la toma de decisiones financieras son costosas para cualquiera de las partes involucradas, e incluso hasta para ambas.

Como establece la TCE, cada opciOn de financianaiento representara un costo. Sin embargo, la forma en la cual una transaction es realizada debe ser consistente con la reduction de esos costos, incluyendo esto la creacidn de. organizaciones especificas para poder lograrlo.

En el caso de las transacciones relacionadas con la provision de fondos, los intermediarios financieros son una estructura gubemativa que emerge para compensar los costos relacionados a esas transacciones, permitiendo asi financiarse a aquellos agentes sabres los cuales se posee escasa informacidn, y tambien ayudando a aquellos que poseen pequefias cantidades de fondos parados a invertirlos sin perderlos por complete) a la Nora de buscar a obtener informacian relacionada a la operaciOn, o a la Nora de querer protegerse en contra de acciones oportunistas. De [tech°, los intermediarios financieros representan una posibilidad adicional para los inversionistas de reducir los problebias de agencia mencionados con anterioridad.

Lo que caracteriza a los intermediarios financieros, en especifico a los bancos, en el proceso de intermediaciOn que los hace distintos a los otros intermediarios es que gran parte de sus pasivos son dinero (depOsitos), siendo esta propiedad de los pasivos bancarios la que otorga un valor especial al endeudamiento de estas entidades. Por to tanto, estas entidades bancarias no solo poseen la funciem de creation de medios de pago sino que se destacan en otro aspecto fundamental para nuestro analisis que es la de que los creditos bancarios concedidos por estas empresas son activos financieros producidos tras un analisis especifico de las condiciones de cada operaciOn, es decir, tras un proceso de bÜsqueda de informaciOn en el qud cada cliente es un mercado con particularidades¹⁴.

⁷⁴ Actİvidad denominada transformacian de activos.

Según Victor Barrios⁷⁵ las funciones de provisión de medios de pago y transformación de activos son esenciales para comprender la actividad bancaria aun cuando esta visión tradicional del negocio bancaria resulta muy limitada. "La incorporación reciente a la teoría bancaria contemporánea de las herramientas de análisis de las teorías de la agencia y de la economía de la información nos proporciona una clasificación más amplia de las funciones que realizan estos intermediarios".

Barrios demuestra en su trabajo que la existencia de los bancos se justifica porque a través de las funciones que realizan, permiten una mejor colocación de los recursos financieros, beneficiando a demandantes y oferentes en el proceso de intermediación, favoreciendo inversiones y emitiendo pasivos específicos de forma más eficiente que lo harían ahorradores e inversores privadamente. Serán, por tanto, las ventajas comparativas de los bancos en el ejercicio de estas funciones las que justifiquen la existencia de estos intermediarios.

Es importante, para continuar nuestro análisis, explicar las funciones que desempeñan los intermediarios financieros, en específico de los bancos, para poder de allí obtener en general las actividades, que estas entidades realizan, las cuales reducen los costos de transacción.

Barrios⁷⁶ agrupa las funciones de los bancos de la siguiente manera:

1. Transformación de activos (a, b y c)

a) Facilitar la colocación de recursos entre ahorradores e inversores.

Según Fama en Barrios⁷⁷, los bancos compran activos como inversiones y no los revenden, sino que crean activos nuevos específicos (depósitos) que colocan entre el público, recabando así fondos que les sirvan para realizar aquellas inversiones. Estos depósitos constituyen derechos que se ejercen directamente sobre el intermediario y no sobre el prestatario último al que le han sido destinados en última instancia los fondos recibidos. Emitiendo estos títulos en su propio nombre, el banco ofrece mejores características de

⁷⁵ Barrios Perez, Victor E. (2004) ¿Por qué existen los bancos?. *Boletín Económico de ICE* N° 2799. pp. 33-34

⁷⁶ Barrios Nrez, Victor E. (2004). Op cit.. P 34

⁷⁷ Fama, E. F, (1980). Banking in the theory of finance. *Journal of Monetary Economics*, número 6, p 39-57 en Barrios Perez, Victor E. (2004). Op cit.

riesgorendimiento a los depositantes que si ellos tuviesen que realizar directamente dicha actividad de intercambio. Esto puede ocurrir a causa de indivisibilidades en la inversion, en cuyo caso los depositantes no podrian diversificar su cartera, o debido a la existencia de economias de escala en el manejo y gestiOn de la informaciOn.

b) Reducir los costes de transaccien.

Los intermediarios financieros pueden dividir los requisitos de fondos en instrumentos de pequena denominaciOn (depOsitos) convenientes para los pequenos ahorradores, reduciendo asi los elevados costos de transacciOn que, en caso contrario, estos se verian obligados a pagar formalizando diversos contratos de prestamos en la bOsqueda de una cartera de (hulas diversificada. Los intermediarios bancarios, al movilizar un importante volumen de recursos, obtienen importantes reducciones en los costos unitarios de transacciOn de cada contrato, obteniendo importantes economias de escala en el proceso.

c) TransformaciOn de plazos.

El proceso de easaciOn de las necesidades de financiaciOn entre los agentes econOmicos realizado por los bancos da lugar a una transfoiinaciOn en los plazos de maduraciOn de los titulos, que permite reconciliar las diferencias entre prestamistas y prestatarios en el horizonte de sus pagos. Los bancos reciben fondos a corto plazo, freeuentemente recuperables a la demanda del que los ofrece, y prestan dichos Tondos a plazos superiores a quienes los demandan para la realizaciOn do inversiones. De esta forma, los ahorradores que ofrecen esta financiaciOn obtienen una liquidez que en otro caso no hubiese sido posible. For su parte, los prestatarios que reciben esa financiaciOn se aseguran una disposiciOn de fondos durante un plazo Inas adecuado a in naturaleza de sus inversiones, sin teller que negociar a cambio con un nUmero elevado de ahorradores.

Esta transformaciOn de titulos de bajo riesgo y liquidez inmediata (depdsitos) en prestamos poco liquidos (creditos) solo es posible si los depositantes confian en la firmeza de sus inversiones, y esto es posible gracias a la reputaciOn de los baftcos coma entidades es mcializadas en la e,slicin v diversi leach:in de ri ,s) en el•tannento de la in ormaciOn.

2. EspecializaciOn en la gestiOn de riesgos.

Los bancos se especializan en la valoración de riesgos específicos (créditos), que requieren el procesamiento de una información privada de elevado coste para los ahorradores individuales. Los pasivos que emiten estas entidades constituyen derechos sobre una cartera diversificada de activos financieros. Esta actividad de diversificación, que garantiza una reducción del riesgo de la cartera de estas instituciones, sin embargo, no justifica su existencia, pues también podría ser realizada por los agentes individualmente. La ventaja de los bancos, frente a los inversores individuales, está en que los primeros pueden extraer importantes economías de escala y gama en el proceso de gestión de su cartera de activos. Por otra parte, estas empresas, por el volumen de sus operaciones, pueden dedicar una cantidad de recursos muy superior al del inversor individual típico a la obtención y análisis de la información precisa para la gestión eficiente de la cartera. Si los costes de transacción son una función decreciente del volumen de las operaciones realizadas, los bancos pueden beneficiarse de costes más bajos y rendimientos más altos en la recomposición continuada de sus carteras de activos de lo que es posible para el inversor individual típico.

3. Provisión de liquidez y medios de pago.

Los bancos son las instituciones características en el mecanismo de transmisión monetaria. Los bancos poseen la capacidad de multiplicar los depósitos primarios en nuevos depósitos, lo que les confiere un papel determinante en la cadena de transmisión de la política monetaria. Junto a la función de medios de pago que tienen los depósitos, está el hecho de que estos títulos actúan como un seguro contra las perturbaciones de liquidez a las que se enfrentan las economías domésticas en sus necesidades de consumo.

4. Supervisión directiva y procesamiento de información.

Siguiendo a Diamond⁷⁵ y Leland-Pyle⁷⁹, "se justifica la intermediación financiera como una forma de mitigar las ineficiencias del mercado en contextos de información asimétrica. En un mundo sin fricciones y con información completa, inversores (prestarios) y ahorradores (prestamistas) serían capaces de diversificar perfectamente sus riesgos y obtener un reparto óptimo de los mismos. Por el contrario, en presencia de información imperfecta, este resultado de equilibrio es inalcanzable o resulta ineficiente. En este contexto, la existencia de los bancos

⁷⁵ Diamond, D. (1984). *Op cit.*

⁷⁹ Leland, H. and D. Pyle (1977). *Op cit.*

como empresas especializadas en el intercambio de activos se justifica al mitigar los problemas derivados de estas restricciones informativas, to que permitira una mejor colocaciOn de recursos en la economia^s(^{''}).

Las instituciones financieras tienen la capacidad de obtener y procesar informaciOn de las contrapartes, necesaria en las inversiones, actividad que seria muy costosa para los inversionistas. Además, realiza funciones de seguimiento y supervisión, la cual se hace problemática cuando esta función la realizan empresarios y/o inversionistas dentro de las mismas empresas. Estas funciones serán desarrolladas con mayor profundidad a continuación.

Aunque estas 4 funciones aparezcan clasificadas de manera separada, no se puede obviar que están claramente interconectadas. Por ejemplo, la función de especialización en la gestión de riesgo de las empresas bancarias no puede ser entendida sin hacer mención, a su vez, a las economías de escala que puedan derivarse del proceso de recolección y evaluación de la información de los diversos proyectos de inversión emprendidos por estas entidades. Los problemas de asimetrías de información pueden considerarse la forma más básica de costos de transacción, las funciones 1 y 4 quedarían igualmente entrelazadas.

Los intermediarios financieros pueden economizar costos de transacción a través de la realización de dos actividades principales, *supervisión delegada y provisión de información*^{''}.

3.1. Los Intermediarios Financieros como supervisores delegados. Las ventajas de la diversificación.

Para explicar esto, usaremos la idea de Diamond (1984), quien estudia el rol de los intermediarios financieros bajo la presencia de riesgo moral. Aun cuando su análisis se enfoca en contratos de deuda, sus conclusiones son válidas para los intermediarios financieros en general. De hecho, Diamond basa su análisis en los costos implícitos en deudas tanto de supervisión como de cumplimiento, costos que también encaran los accionistas.

⁸⁰ Sharpe, S. (1990) Asymmetric Information, bank lending and implicit contracts: A stylized model of customer relationships. *Journal of Finance*, número 45 (4), pp 1609-1807 en Barrios Nuez, Victor E. (2004). Op cit. P. 38

⁸¹ Siendo una de las funciones que ejercen los intermediarios financieros.

Como fue mencionado con anterioridad, el elemento de free-riding que se encuentra presente en el desarrollo de las funciones de monitoreo induce la posibilidad de dejar a un grupo de inversionistas hacerse cargo de estas actividades. Este grupo podría entenderse como intermediarios financieros, en los que la mayoría pueden mantener sus actividades de manera confidencial, y de esta forma evadir los free-riders (polizones).

Esos intermediarios que principalmente tratan con préstamos privados representan el más claro ejemplo. Como estos activos no son comercializados, no es posible hacer free-riding en la supervisión y cumplimiento de convenios restrictivos hechos por los intermediarios, por lo que ellos pueden disfrutar enteramente de los beneficios de una reducción del riesgo moral proveniente del monitoreo.

El free-riding también puede ser evitado por algunos intermediarios cuyos activos principales son acciones, siendo ejemplo más notable el capital riesgoso de la empresa. Estas instituciones redirigen los recursos de sus socios y ayudan a los empresarios a construir sus negocios recibiendo a cambio parte del inventario de la compañía y asignando responsabilidades administrativas de la firma a su propio equipo, asegurando así la existencia de incentivos. Estas empresas pueden evadir free-riding ya que todos sus acuerdos establecen que el capital (en acciones) de la empresa solo puede ser comercializado a ellos mismos.⁸²

Sin embargo, Diamond reconoce que ser capaz de deshacerse del problema de free-riding no puede ser la única característica distinguible de los intermediarios financieros. Ellos tienen que ser más eficientes que los inversionistas directos en la realización de este monitoreo.

Esta necesidad es el resultado de los llamados "*costos de delegación*".⁸³ Estos pueden ser clasificados como "*costos de intermediación*" — los cuales surgen "debido a que los bancos requieren de construcción y trabajo y son incapaces de prestar todos sus fondos debido

⁸² Mishkin, F. (2003) *Op cit* pp. 194-198

⁸³ Diamond, D. (1984). *Op cit* p. 393

a los requerimientos de mantener reserva"⁸⁴- y los "costos de agencia" entre inversionistas/prestarnistas y el intermediario.

Hay dos tipos de costos de agencia involucrados en el proceso de intermediaciOn. A medida que se repita la relacion prestamista — prestatario, sus costos de agencia est& presentes en la relacion prestamista — intermediario y en la relacion intermediario — prestatario. Como Diamond señala, "cualquier teoria que trate de explicar, a traves de las ventajas de los costos de informaciOn, el rol de los intermediarios financieros debe restar los costos asociados de proveer incentivos al intermediario de cualquier costo ahorrado relacionado por la producciOn de informaciOn"⁸⁵.

Diamond establece tres condiciones para que un intermediario financier° sea viable: el retorno esperado de los inversionistas debe ser al menos la tasa de interes del mercado; el retorno esperado neto del intermediario debe ser al menos cero; y el retorno esperado de cualquier empresario debe ser al menos tan alto como si el financiamiento fuese directo. Entonces, concluye diciendo que la *diversificaciOn* es la clave para cumplir con estas condiciones.

Poseer un portafolio diversificado reduce el riesgo total de los activos y también podria permitir la reducciOn de los costos promedio de monitorear, si estos fuesen una funcion decreciente del numero de empresarios, por ejemplo: si asumimos la existencia de *Economies de Escala*. Ciertamente, un numero de costos involucrados por la intermediaciOn financiera — infraestructura, equipo minima de trabajo, equipo de oficina sistemas de telecomunicaciones, costos legales, y hasta los costos de definir un contrato por primera vez — podrian ser considerados como dados asi estos podrian establecer un margen a medida que se incremente el numero de activos.

Ademds, a medida que los intermediarios financieros rennan los fondos de varios inversionistas, ellos pueden haber un mejor use de las economias de escala, obteniendo acceso a mayores oportunidades de inversion y por lo tanto a la diversificaciOn — que lo que pudiesen traer inversionistas individuales.

⁸⁴ Grinblatt, M y S. Titman (2002), *Op cit* p. 584

⁸⁵ Diamond, D. (1984). *Op cit* p. 399 citando a Schumpeter (1939)

En realidad, si nosotros consideramos que la mayoría de las oportunidades de inversión usualmente establecen un mínimo de tamaño por transacción⁸⁶, algunos inversionistas minoritarios no serían capaces de cubrir la más pequeña de las cantidades requeridas para invertir — en lo cual no estaría incluido los costos que el inversionista debe incurrir en cuanto a búsqueda y refuerzo — o se deberían conformar con realizar alguna simple inversión, soportando el riesgo específico que esta acarrea.

Hay también un elemento de *habilidad y experiencia financiera* y de *especialización* que juegan un rol muy importante. Como establecimos antes, la constante repetición de transacciones similares crea mecanismos estandarizados de respuesta dentro de la organización en circunstancias similares. Por ejemplo, usando el mismo formato de contrato — permitiendo algunos ajustes menores — con contrapartes semejantes, se podría reducir los costos de negociación de los términos del contrato en la primera vez.⁸⁷ Esta experiencia puede también permitir a los intermediarios financieros proveer de algunos servicios a sus inversionistas que las inversiones directas no siempre proveen, como por ejemplo la liquidez.

En este punto debemos reconocer que la presencia de economías de escala y las ventajas de la especialización son los principales puntos que apoyan la existencia de esos intermediarios los cuales no podrían obtener protección directa contra free-riding, como los fondos mutuales y los fondos de pensiones, los cuales dedican sus actividades a invertir los fondos de sus contribuyentes en portafolios diversificados de bonos y acciones, sin mantener una relación personalizada con las firmas a quienes financian. De esta manera, a medida que los principales costos de transacción que las firmas economizan son aquellos relacionados con las economías de escala, su existencia puede ser justificable aun si los costos generales de adquirir información y de monitoreo en la economía fuesen insignificantes.

⁸⁶ Esto es así porque la mayoría de las inversiones directas (por ejemplo venta de acciones o bonos) requiere ciertos gastos — desde costos legales hasta llamadas telefónicas — que hace a la transacción que valga la pena solo si representa una cantidad suficiente para cubrir esos costos.

⁸⁷ Esta especialización de los intermediarios financieros tiene sentido con la idea de la empresa de Alchian-Dennsetz "como un mercado sustituto altamente especializado" para "recolectar, colar, y vender información".

⁸⁸ Bossone, Biagio (2001) "Do banks have a future? A study of banking and finance as we move into the third millennium", *Journal of Banking and Finance* 25., 2239-2276 pp. 2260-2266. Esta conclusión tiene mucha importancia para el análisis que se realiza en el capítulo 4.

Regresando al tema de monitoreo, este está también simplificado porque muchos intermediarios financieros tienden a mantener relaciones de largo plazo con sus prestatarios. En específico, los bancos son definidos como "instituciones de préstamo especializadas en el monitoreo de prestatarios a través de sus relaciones con los clientes"⁸⁹ Tienden a asignar un representante para tratar con cada cliente y tiende también a mantener una relación cercana y progresiva con ellos. Esto hace que la relación sea más personal, añadiendo así valores morales a la ecuación.

En algunos países, estos representantes pueden ser miembros de la directiva de la empresa y a veces los bancos pueden mantener inventarios en las empresas reduciendo así el conflicto de los accionistas y acreedores de deuda. Aún si estas acciones no fueran posibles, el continuo contacto y el acceso constante a los estados financieros de las empresas permiten a los intermediarios financieros a tratar de razonar y entender cómo los nuevos préstamos pueden afectar el valor de la empresa, y a supervisar su bienestar financiero en general⁹⁰.

Respecto a los costos de delegación de los inversionistas y de los beneficios recibidos por los empresarios, los gobiernos pueden tener la disposición de proteger a los inversionistas, en especial a los depositantes de los bancos. De hecho pueden exigir y algunos exigen a los intermediarios que revelen públicamente sus estados financieros una o dos veces al año; ellos pueden establecer un mínimo requerimiento de reservas y de requerimientos de solvencia para casos de emergencia, y además ellos pueden establecer seguros de depósitos⁹¹.

Sin embargo, el refuerzo del cumplimiento e incentivo que reciben los intermediarios financieros viene de la competencia por recibir fondos, lo que en efecto impulsa la experiencia de los mismos. A lo largo del tiempo, algunos intermediarios financieros se han vuelto capaces de asumir ellos mismos los costos de monitoreo de los inversionistas, proveyendo

Fazzari, Steven M., Hubbard, R. Glenn; Bruce Petersen (1988). *Op cit* p.147

Bossone, Biagio(2001), *Op cit*. pp.2255-2256

⁹⁰ Las últimas dos medidas han sido criticadas muchas veces debido a que los requerimientos de reserva en unión con las contribuciones de seguro pueden en ocasiones limitar de manera excesiva la habilidad de los bancos de diversificarse y, para el caso de los seguros de depósitos, ellos pueden de hecho promover que los intermediarios poseen comportamiento riesgoso (Brock & Rojas-Suarez, 2000).

servicios como estados de cuenta telefónicos, por escrito y por correo electrónico, o consejos personalizados gratis en cuanto a las decisiones de inversión⁹².

Respecto a los costos de los empresarios para financiarse, debe ser notado que los convenios impuestos directamente por los préstamos privados limitan la flexibilidad en comparación con los típicos convenios de bonos. Siendo que los intermediarios financieros pueden supervisar de mejor manera las actividades de las empresas, ellos también son más capaces de distinguir entre egresos riesgosos y aquellos resultantes del comportamiento de los agentes. Si ellos usan también su experiencia para protegerse contra estos riesgos externos⁹³, entonces pueden otorgar más libertad a los empresarios para realizar sus actividades⁹⁴.

3.2. Los Intermediarios Financieros como productores de información privada y como creadores de reputación.

Leland — Pyle (1977)⁹⁵ se enfoca en las asimetrías de información ex - ante, para explicar la existencia de intermediarios financieros. La idea de ellos está en que a través de las relaciones con gran cantidad de prestatarios a largo plazo, los intermediarios pueden obtener información de ellos la cual pudiese resultar muy costosa para inversionistas individuales separados, en especial respecto a la información concerniente a las empresas que enfrentan con gran cantidad de asimetrías ex — ante⁹⁶.

⁹² El costo total de estos servicios, sean incurridos por los intermediarios y por los inversionista, podría dar una especie de aproximación a lo que llamamos costos de delegación.

⁹³ Por ejemplo, a través del uso de los mercados de futuros.

⁹⁴ El resto de los costos que las empresas tienen que enfrentar en una reitición con intermediarios, son en especial los riesgos de un incremento inesperado en la tasa de interés o una negativa por parte del intermediario de seguirle prestando y, en particular a los bancos, el costo de señoreaje. Para mayor información de estos costos de las empresas, referirse a: **Bossone** (2001:2253-2254); **Gorton & Rosen** (1995: 1385-1410).

⁹⁵ Lino de los primeros estudios respecto a este tema,

⁹⁶ La misma idea la comparten **Calomiris — Hubbard** (1988), quienes basan sus análisis en la comparación de los mercados de crédito con "full information" - son mercados cuyo funcionamiento cae en empresas cuya información es de fácil disposición. por ejemplo los mercados de bonos y de capitales, y el mercado del banco — prestamista, especializado en financiar prestatarios con problemas agudos de selección adversa.

En este sentido las conclusiones de Hubbard, Kuttner, y Darius⁹⁷ son especialmente importantes. Ellos afirman que "el rol de los intermediarios financieros en el financiamiento de las inversiones esta más pronunciado cuando altos costos de información crean una brecha significativa entre los costos de financiamiento internos y externos". Sus hallazgos en una muestra de bancos y prestatarios sugieren que las empresas enfrentan altos costos de información tienden a incrementar su tenencia de efectivo como ahorros preventivo, cuando tratan con bajos niveles de capital del banco, in cual tiende a financiarse a una tasa alta. Las implicaciones de este estudio son que esos prestatarios para los cuales los costos de información y los problemas de incentivos son nill y grandes, euentan no solo con la intermediación financiera, sino también con su eficiente funcionamiento.

Hadlock y James⁹⁸, en sus estudios explican que, desde el punto de vista de la empresa, decisión de pedirle a un banco un préstamo en vez de incurrir en financiamiento directo depende del trade-off entre los beneficios —"bajos costos de riesgo moral y selección adversa y facilidad de renegociación en presencia de problemas financieros" y "los costos de contratación" asociados a la deuda. Ellos concluyen que las empresas subvaluadas tienen una mayor tendencia a elegir para financiarse con deuda bancaria. En general, las empresas usan más los préstamos bancarios cuando las variables que miden los problemas de asimetría de información son elevadas. Estos resultados son consistentes con la hipótesis de que los bancos ayudan a aliviar los problemas de asimetría de información⁹⁹.

Todos estos autores apoyan la existencia de intermediarios financieros, en especial los bancos, para mitigar problemas de selección adversa. Sin embargo, la pregunta principal está en saber cómo los intermediarios financieros hacen esto.

⁹⁷ Hubbard, R. Glenn, Kuttner, Kenneth N., y Darius N. Palia (2002). "Are there bank effects in borrowers' costs of funds? Evidence from a matched sample of borrowers and banks". *The Journal of Business* 75, 4, 559-581 p.560

Hadlock, C. Y. C. James (2002). "Do banks provide financial slack?" *The Journal of Finance* 57, 3, 1383-1419 p.1383

Cuando las empresas seleccionan la deuda bancaria, ellos ponderan los beneficios que tiene la información que el banco puede obtener con todos los costos potenciales que están presentes en el contrato del banco: costos de agenda, costos de monitoreo, costos de problemas financieros, de monopolio de información, y los costos de transacción.

Respecto a lo mencionado con anterioridad, se podría revisar la siguiente cita de Mishkin¹⁰⁰:

"Un intermediario financiero (...) se convierte en un experto en la producción de información de las empresas por lo que puede separar los riesgos de crédito buenos de los malos. Por lo tanto, puede adquirir fondos de los depositantes y prestarse a buenas empresas. Debido a que el banco es capaz de prestar mayormente a empresas buenas, es capaz entonces de ganar una mayor rentabilidad en los préstamos que otorga que en los intereses que debe pagar a sus depositantes. El beneficio resultante que gana el banco le permite comprometerse en estas actividades de producción de información."

Lo anterior representa que básicamente sus *especialización, diversificación, experiencia y economías de escala* en el caso de monitoreo puede ser aplicado a la habilidad de los bancos de adquirir información de sus prestatarios.¹⁰¹ También se mantienen las conclusiones respecto al free-riding.

Sin embargo, existe un elemento adicional relacionado a las relaciones de largo plazo, que merecen ser enfatizadas cuando hay presencia de selección adversa. Sin embargo, nosotros explicamos que transacciones hechas de forma reiterativa podría colaborar a reducir los costos de información, y nosotros hemos delegado un componente importante a esta repetición que es la *reputación*.

La reputación juega el mayor rol de incentivos en el refuerzo de relaciones en progreso de tal forma que tratando con agentes de alta reputación, reduce los riesgos de oportunismo. La reputación actuaría en este caso como una restricción del oportunismo de los agentes una vez que se estime el valor esperado de las transacciones futuras. Este es, si un mal desarrollo seriamente puede dar lugar al acceso a nuevos convenios u otros potenciales socios comerciales, los agentes tratarán de comportarse tan cuidadosamente como sea posible¹⁰².

¹⁰⁰ Mishkin, Frederic S. (2003). *Op cit.* P191

Esta posición es también apoyada por Diamond, D. (1984) *Op cit* pp. 407-409.

Se debe notar que la facilidad con la cual las otras partes del contrato puedan detectar un comportamiento oportunista, el tiempo de respuesta a una violación del contrato y la configuración étnica e institucional de la sociedad, actúan como factores que pueden sumar o restar valor a la reputación como un mecanismo de refuerzo para el cumplimiento. Milgrom Paul. y John Roberts (1992). *Op cit* pp. 259-266; Masten, S. (1996) *Op cit* pp. 15

Diamond^m, usando un modelo que incluye riesgo moral y selección adversa, analiza el rol de la reputación en obtener nuevos fondos. Su principal concepción está en que la reputación se construye a través del tiempo y es el resultado de cent() los aprendices externos se han beneficiado de los agentes durante la historia de sus transacciones.

Cuando la selección adversa es mayor, los efectos de la reputación son menos eficientes. Entonces para los *prestatarios de corta trayectoria* la posibilidad de *obtener fondos* será *menor* debido a que la "racionalidad crediticia" está involucrada por la selección adversa, y al mismo tiempo, el valor de sus gastos negativos anteriores tendrán mayor peso, por ejemplo: *mal comienzo*", aun cuando el resultado de las circunstancias externas reducirá la posibilidad casi cero de obtener fondos externos cuando la selección adversa está muy marcada.

Para el caso extremo de prestatarios externamente indistinguibles con ningún record de trayectoria cuya selección de proyectos no puede ser tampoco determinada, Diamond concluye que la política ideal que los intermediarios financieros^{ig4} deberían tomar es cargar a todos los agentes una alta tasa única de interés basada en el grado de incertidumbre existente, para luego ser reducida a lo largo de periodos sucesivos a aquellos quienes pagan mientras que los morosos son descartados.¹⁶⁵

Esto significa que el valor de la reputación está relacionado a la reducción de los costos de deuda a través del tiempo. Este valor se incrementa si incluimos las consideraciones de Stiglitz-Weiss¹⁰⁶ respecto a la competencia, en el que ningún intermediario financiero aceptaría prestatarios con record de fallas y/o incumplimientos de pago anteriores. Entonces, pensando en tomar inversiones riesgosas podría ser beneficioso para los intermediarios financieros donde al principio daría tasas de interés altas, y después de cierto periodo() de tiempo los efectos de la reputación volverían a los inversionistas riesgosos, y con mucha suerte, en inversionistas conservadores.

ti •

D i a m o n d , D . (1 9 8 9) O p C i f 4 .

¹⁶⁴ Dada el riesgo probable de los agentes individuales, ellos deben ser asegurados por organismos con la habilidad de diversificar riesgos.

¹⁶⁵ Esta política, aún cuando es menos severa, es la que los intermediarios financieros siguen con sus préstamos.

¹⁶⁶ Stiglitz, Joseph F. y Andrew Weiss (1983). "Incentive effects of terminations: Application to the credit and labor markets". *The American Economic Review* 73, December, 912-927

La conclusión está en que dada las facilidades de los intermediarios financieros a acceder a niveles de riesgo, a hacer seguimiento y obtener información privada, las empresas con pequeño historial adquirirán su reputación pidiendo prestado a los intermediarios, mientras que las empresas con una larga y estable trayectoria crediticia pedirán prestado directamente en el mercado abierto.

Esta entonces implica que las condiciones que inducen a reducir el número de negocios de opaca información deberían reducir la actividad de los intermediarios financieros, especialmente aquellos cuyas operaciones principales se enfocan en evadir los controles de búsqueda de información.

Como indican Benston y Smith¹⁹⁷, en ausencia de los bancos y otros tipos de intermediarios, las transacciones deberían descansar bien en el trueque o en el dinero en efectivo, con un incremento de los costos de transacción asociados a las actividades de intercambio.

Barrios^m concluye en su trabajo lo siguiente:

"En un mundo ideal sin fricciones, en el que los mercados de capitales son perfectos, ahorradores e inversores son capaces de diversificar perfectamente sus riesgos, obteniendo un reparto óptimo de los mismos. Por el contrario, en presencia de activos indivisibles u otros costos de transacción esta condición de equilibrio es inalcanzable o, al menos, resulta ineficiente. En este contexto, la aparición de los bancos como agencias especializadas en el intercambio de activos y en el procesamiento de información puede estar justificada. Su capacidad para movilizar grandes volúmenes de fondos capacita a estas empresas para hacer frente a proyectos de gran envergadura, consiguiendo con ello importantes reducciones en los costos de transacción y eliminando, a su vez, duplicidades en la consecución de información por parte de los prestamistas. Además, su habilidad para gestionar diversos tipos de activos les permiten ofrecer a los pequeños ahorradores títulos cuya combinación de características de riesgo, liquidez y rendimiento resulta superior a la que ellos obtendrían si realizaran directamente dichas actividades de transacción."

ri

¹⁹⁷ Beston, O. J. y Smith, Jr., C.W. (1976) A transactions cost approach to the theory of financial intermediation. *Journal of Finance*, número 31(2), pp215-231, en Barrios Pérez, Víctor E. (2004) ¿Por qué existen los bancos?. *Boletín Económico de ICE N°2799*

¹⁹⁸ Barrios Pérez, Víctor E. (2004). Op cit, P 41

En este orden de ideas se concluye con otra cita de Mishkin ¹⁰⁹, la cual cumple con el objetivo de la presente investigación:

"Cuando la calidad de la información acerca de las empresas es mejor, los problemas de información asimétrica serán menos severos, y será más fácil para las empresas emitir títulos de valores. Es más difícil de recolectar la información acerca de las empresas privadas en países en desarrollo que en países industrializados, por lo tanto, el menor rol jugado por los mercados de valores deja un gran rol para los intermediarios financieros, como por ejemplo los bancos. Como resultado del análisis es que a medida que la información de las empresas se vuelve más fácil de adquirir, el rol de los bancos debería ser menor". y viceversa.

Mishkin, Frederic S. (2003),

CONCLUSIONES

La aplicación de los preceptos de la TCE para estudiar a los intermediarios financieros parece explicar teóricamente el comportamiento de estas instituciones. La conclusión principal de este análisis teórico es que estas organizaciones existen para reducir los conflictos de agenda entre accionistas, tenedores de deuda y empresarios.

Los intermediarios son capaces de hacerlo, debido a que ellos pueden usar el beneficio de las economías de escala y de la diversificación para reducir los costos los cuales tienen que incurrir los inversionistas directos para hacer seguimiento, incentivar y obtener información acerca de los prestatarios. Específicamente, los bancos pueden realizar sus actividades evadiendo free-riders.

Como resultado, los hogares y algunas empresas de las cuales se tienen una pequeña cantidad de información disponible, poseen la oportunidad de obtener fondos externos debido a que los intermediarios financieros tienen mayor habilidad de acceder al riesgo de esas empresas.

Parte del análisis nos permite inferir que un aumento en la información en general acerca de las empresas debería reducir el nivel de intermediación financiera, debido a que los costos relacionados a las asimetrías de información serían menores. En este caso, y por ende se podría reducir la necesidad de usar a los intermediarios financieros, cuyo uso representaría una pérdida en los beneficios totales de las empresas debido a que estos intermediarios necesitan recibir comisiones para realizar sus actividades.

Para finalizar se podría promover la realización de un estudio econométrico con los datos pertinentes y/o comparando entre países, en cuanto a la cantidad de información disponible en el sistema financiero, monto de la intermediación financiera, cantidad de inversionistas directos e indirectos presente en el mercado, variables de medición de liquidez, riesgo, monto en la cartera crediticia, entre otros factores internos y externos de alta relevancia para el estudio, que podrían demostrar que a medida que la información en el sistema es más completa, veraz, y de mayor facilidad de acceso, los costos de transacción en la búsqueda de

información, en el monitoreo, refuerzo, incentivos y otros son menores. Por lo que los inversionistas tenderían a realizar más inversiones directas con lo que la necesidad y por ende la existencia y/o uso de los intermediarios financieros sería menor, o de lo contrario si no se demuestra, observar si las conclusiones apuntan a que la visión de la existencia y justificación de la intermediación financiera es otra, y vas más allá de solucionar los problemas de asimetrías de información,

BIBLIOGRAFIA

- Alchian, Armen y Harold Demsetz (1972) "Production, Information Costs, and Economic Organization", *American Economic Review*, LXII, Diciembre (777-795).
 - Anderson, Erik y David Schmittlein. "Integration of the Sales Force: An Empirical Examination" en: *Rand Journal of Economics*. 15 (3) (pp.385-395).
 - Arrow, Kenneth (1969). "The Organization of Economic Activity: Issues Pertinent to the Choice of Market versus Nonmarket Allocation" en: *The Analysis and Evaluation of Public Expenditures: The PPB System*, Vol. 1 (pp. 47-64), Washington: Joint Economic Committee.
 - Barrios Perez, Victor E. (2004) ¿Por qué existen los bancos?. *Boletín Económico de ICE* N° 2799
 - Berger, Allen N., Udell, Gregory F., y Flapper, Leora F. (2001). "The ability of banks to lend to informationally opaque small businesses". *Journal of Banking & Finance*, 25, 2127-2167
 - Beston, G. J y Smith, Jr., C.W. (1976) A transactions cost approach to the theory of financial intermediation. *Journal of Finance*, número 31(2), pp 215-231
 - Brock, P. & L. Rojas-Suarez (2000) *Why So High? Understanding Interest Rate Spreads in Latin America*. Inter-American Development Bank and Brookings Institution Press.
 - Calomiris, Charles W. & R. Glenn Hubbard (1988). "Firm heterogeneity, internal finance, and credit rationing". *Working Paper 2497 NBER*, January.
 - Campbell, Donald E. (1999). *Incentives. Motivation and the Economics of Infirm: Ion*. 2nd edition. Cambridge University Press
 - Coase, Ronald (1937). "The nature of the firm", *Economica* IV, November, 386-405
 - Coase, Ronald (1960). "The problem of social cost", *The Journal of Law and Economics* 3, 1-44
- 4
- Demsetz, Harold (1997) "The Firm in Economic Theory: A Quiet Revolution." *Econpapers. American Economic Review*. vol. 87, issue 2, 426-29

-
- Gorton, Gary y Andrew Winton (2002). "Financial intermediation". *NBER Working Paper* N° 8928.
 - Gorton, Gary y Richard Rosen (1995). "Corporate control, portfolio choice, and the decline in banking" *Journal of finance* **50**, 1377-1420

- Hadlock, C. Y C. James (2002). "Do banks provide financial slack?" *The Journal of Finance* 57, 3, 1383-1419
- Hart, Oliver (1989). "An Economist's perspective on the theory of the firm". *Columbia Law Review*, Vol. 89, N° 7, Noviembre (1757-1774)
- Hubbard, R. Glenn; Kuttner, Kenneth N., y Darius N. Palia (2002). "Are there bank effects in borrowers' costs of funds? Evidence from a matched sample of borrowers and banks". *The Journal of Business* 75, 4, 559-581
- James, C. (1987) "Some evidences on the uniqueness of bank loans", *Journal of Financial economics* 19, 217-235
- Jensen, M. (1986) "Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and takeovers", *The American Economic Review* 76, No 2, 323-329
- Jensen, Michael y William Meckling (1976). "Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs, and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, October, 305-360
- Langlois, Richard (1 998). "Transaction cost, production costs, and the passage of time".
- Leland, H. and D. Pyle (1977). "Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial intermediation", *Journal of Finance* 32, 371-387
- Levitt, B. y J. March. (1995) Chester I. Barnard and the Intelligence of Learning. Williamson, O. ed. *Organization Theory. From Chester Barnard to the present and beyond*. Oxford University Press, 11-37
- Masten, Scott. ed. (1996). *Case Studies in Contracting and Organization*. New York: Oxford University Press.
- Masten, Scott y Oliver Williamson *The Economics of Transaction Costs*. Northampton, Mass: Edward Elgar Publishing Inc..
- Milgrom Paul. y John Roberts (1992). *Economics, Organizacions and Management*. New Jersey: Prentice Hall.
- Milgrom, Paul. y John Roberts (1993). *Economia, organificaciOn y gesliOn de la empresa*. Ed. Arid, pp. 38-41.
- Miller, M. & F. Modigliani (1958). "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", *The American Economic Review* 53, No 3.261-297

- Minsky, H. (1964). "Financial crisis, financial systems, and the performance of the economy".
- Minsky, H. (1982). *Inflation, Recession, and Economic Policy*. Brighton: Wheatsheaf books.
- Mishkin, Frederic S. (2003). *The Economics of money, banking, and financial markets*. Addison-Wesley. Sixth edition Update.
- Myers, Stewart (1977) "Interactions of Corporate Financing and Investment Decisions - Implication for Capital Budgeting", *Journal of Finance* 29, No 1, 1-25
- Myers, Stewart (1984). "The Capital structure Puzzle", *The Journal of Finance* XXXIX, 3, 575-592
- North, Douglass (1991). *Institutions, Institutional Change., and Economic Performance*". Cambridge: Cambridge University Press.
- North, Douglass (1992). *Transaction Costs, Institutions, and Economic Performance*. San Francisco: ICS Press.
- North, Douglass (1995). *Instituciones, cambio institucional y desempeho econOmico*. Fonda de Cultura EconOmica.
- North, Douglass (1997). "Transaction costs through time" En: Menard, Claude, op cit (pp. 149-160).
- Pitelis, Christos (1993) *Transaction Costs, Markets and Hierarchies: the Issues*. Blackwell Publishers, Oxford
- Romer, D. (2001). *Advanced Macroeconomics*. New York: Mc Graw-Hill
- Schumpeter, J. (1939). *Business Cycles*. New York: Mc Graw-Hill
- Sharpe, S. (1990) Asymetric Information, bank lending and implicit contracts: A stylized model of customers relationships. *Journal of Finance*, nUmero 45 (4), pp 1609-1807
- Smith, Clifford W. Jr. & Jerold B. Warner (1979). "On financial contracting: an analysis of bond covenants". *Journal of Financial economics* 7, June, 1.17-161
- Smith, Clifford (s.f.). "Agency costs". *The new palgrave: A dictitmary in economics*.
- Stiglitz, Joseph E. y Andrew Weiss (1981). "Credit rationing in markets with imperfect information". *The American Economic Review* 71, June, 393-410

- Stiglitz, Joseph E. y Andrew Weiss (1983). "Incentive effects of terminations: Application to the credit and labor markets", *The American Economic Review* 73, December. 912-927
- Stiglitz, Joseph E. y Andrew Weiss (1992). "Asymmetric information in credit markets and its implications for macro-economics". *Oxford Economic Papers* 44, 694-724
- Stiglitz, Joseph E. (1993). "The role of the state in financial markets". *Proceedings of the World Bank Annual Conference on development Economics*, 19-52
- Williamson, Oliver (1985). *The Economic Institutions of Capitalism*. New York: Free Press.
- Williamson, Oliver (1989). *Las Instituciones Económicas del Capitalismo*. Mexico: Fondo de Cultura Económica.
- Williamson, Oliver (1998). "Revisiting legal realism: The Law, economics and Organization Perspective". Medema, S. ed. *Coasean Economics: Law and economics and the New Institutional Economics* Boston: Kluwer Academic Publishers, 119-160.
- Wojnilower, A. (1980). "The central role of credit crunches in recent financial history", *Brookings Papers on Economic Activity* 2, 277-326