FUNDACION PARA LA EDUCACION SUPERIOR Y EL DESARROLLO

MISION DE ESTUDIOS DEL MERCADO DE CAPITALES

MINISTERIO DE HACIENDA Y CREDITO PUBLICO
FEDESARROLLO

EL MERCADO ACCIONARIO EN LA ECONOMIA COLOMBIANA

Mauricio Cárdenas S.
Juan Manuel Rojas P.

Santafé de Bogotá D.C., Febrero de 1996

DOCUMENTOS DE TRABAJO

MISION DE ESTUDIOS DEL MERCADO DE CAPITALES

MINISTERIO DE HACIENDA Y CREDITO PUBLICO
FEDESARROLLO

EL MERCADO ACCIONARIO EN LA ECONOMIA COLOMBIANA

Mauricio Cárdenas S.
Juan Manuel Rojas P.

Santafé de Bogotá D.C., Febrero de 1996

Versión 04/02/96

El Mercado Accionario en la Economía Colombiana

Mauricio Cárdenas S.
Juan Manuel Rojas P.[1]

I. Introducción

Los años noventa se han caracterizado por un gran dinamismo de las transacciones bursátiles en los denominados 'mercados emergentes"[2]. Ese dinamismo ha estado acompañado de un intenso proceso de reformas económicas y de un incremento sustancial de los flujos de capital provenientes de los países industrializados. Colombia no ha sido la excepción a la regla, pese a que en términos generales su mercado de valores mantiene todavía un notable rezago frente a los de otros países en desarrollo.

Este capítulo tiene como propósito realizar un diagnóstico general del mercado bursátil colombiano a la luz de sus tendencias históricas y de su desempeño en comparación con el de otros países, especialmente aquellos en desarrollo[3]. Con ello, busca aportar elementos que evalúan el grado de desarrollo del mercado y proponen políticas adecuadas para su profundización.

---

[1] Investigadores de Fedesarrollo. La sección sobre concentración fue preparada por Andrés Escobar A. Se agradecen los comentarios de Cynthia Rosenberg, Alejandra Torres y Carlos Felipe Jaramillo a una versión preliminar.

[2] En este trabajo los términos mercado bursátil y mercado accionario se utilizan indistintamente.

[3] La literatura sobre el desempeño del mercado bursátil en Colombia es relativamente extensa (por ello, con frecuencia se ha dicho que el sector esta 'sobre-diagnosticado'). Entre los estudios recientes más importantes se encuentran, Restrepo, Serna y Rosas (1983), Carrizosa (1986), Hommes (1989), Ossa (1990), Banco de la República (1991). Todos ellos analizan la decadencia del mercado accionario en Colombia, cuyos orígenes se remontan a finales de los cuarenta y a principios de los cincuenta. En el más reciente de ellos, Steiner y Jaramillo (1994) señalan además que la notable recuperación que ha presentado el mercado bursátil nacional desde principios de la presente década coincide con el inicio del proceso de apertura económica (que facilitó el ingreso a partir de 1992 de los fondos de capital extranjero) y la introducción de cambios importantes en la legislación económica.

El capítulo esta dividido en cuatro partes, la primera de las cuales es esta introducción. En la segunda parte se describe el comportamiento del mercado a partir de los indicadores tradicionalmente utilizados en la literatura. Para cada indicador (tamaño, liquidez, concentración, eficiencia, volatilidad y rentabilidad) se presenta tanto la situación del mercado colombiano en el contexto internacional como su evolución a través del tiempo. Esta información contribuye a elaborar un completo diagnóstico de las condiciones del mercado, enfatizando tanto sus fortalezas, que son pocas, como sus debilidades, que son muchas. En la tercera parte se analizan los factores que permiten explicar el comportamiento descrito en la segunda parte. La literatura disponible es una pieza de información importante que se complementa con algunas consideraciones fruto de la evolución reciente del mercado. El trabajo concluye con una sección que resume los principales resultados y esboza algunas ideas sobre las tareas a adelantar para impulsar el mercado accionario en Colombia.

II. El Mercado Accionario: Indicadores, Comparaciones Internacionales y Evolución Histórica

La literatura internacional ha definido un conjunto estándar de indicadores que captan las principales características de los mercados bursátiles. Estos miden el tamaño, la liquidez, la concentración, la volatilidad, la rentabilidad, el marco regulatorio e institucional, el grado de integración internacional de los mercados de capitales y la existencia o ausencia de prácticas eficientes para la valoración de activos.

Afortunadamente, estos indicadores son recopilados y calculados regularmente en los **Emerging Stock Markets Factbook** de la Corporación Financiera Internacional (CFI), cuyas

Cuadro No. 1

EVOLUCIÓN DEL MERCADO BURSÁTIL COLOMBIANO
(1950-1994)

	1951-1955	1956-1960	1961-1965	1966-1970	1971-1975	1976-1980	1981-1985	1986-1990	1991-1994
Acciones									
Transacciones (% de crec.)	5.13	-11.13	2.19	18.87	-12.26	30.10	-40.31	13.15	99.58
Transacciones / PIB	1.10	0.94	0.96	0.89	0.39	0.49	0.31	0.20	2.00
Transacciones / Transacciones Totales	74.04	71.43	66.22	67.49	33.66	15.68	7.48	3.88	7.94
Renta Fija									
Transacciones (% de crec.)	13.48	27.32	-4.86	28.21	16.27	22.16	1.03	19.62	49.28
Transacciones / PIB	0.28	0.37	0.49	0.43	0.79	1.24	1.94	3.72	18.10
Transacciones / Transacciones Totales	19.63	28.57	33.78	32.51	66.34	43.76	46.34	72.58	78.03
Cert. de Cambio y Tit. Canjeables									
Transacciones (% de crec.)	-100.00	_	_	_	_	_	41.47	-26.86	-31.80
Transacciones / PIB	0.13	0.00	0.00	0.00	0.00	1.47	2.08	1.26	2.52
Transacciones / Transacciones Totales	6.33	0.00	0.00	0.00	0.00	40.22	46.16	23.54	13.97
Total Transacciones									
Transacciones (% de crec.)	4.89	-0.92	-0.39	22.12	4.45	35.91	14.35	5.29	43.78
Transacciones / PIB	1.52	1.31	1.45	1.32	1.18	3.22	4.33	5.19	22.64

Precios Constantes de 1994

Fuentes:

Bolsa de Bogotá: 60 Años Bolsa de Bogotá

Bolsa de Medellín: Actividad Bursátil 20 años

BOLSA DE BOGOTA: fundada en 1929

BOLSA DE MEDELLIN: fundada en 1961

BOLSA DE OCCIDENTE: fundada en 1983

PIB: Departamento Administrativo Nacional de Estadística - DANE

Inflación: CUK - DNP- Fedesarrollo

bases de datos han sido extensamente utilizadas en investigaciones recientes[4]. Para algunos de estos indicadores existen series históricas en Colombia. Es importante anotar que en ocasiones las fuentes nacionales no coinciden con los datos de la CFI. Esto puede deberse a que el mercado bursátil colombiano está compuesto por tres bolsas de valores (con información diferente)[5]. Los datos de la CFI utilizan, por lo general, la información consolidada de las tres bolsas. Sin embargo, para ciertos indicadores utilizan los datos reportados por alguna de ellas, generalmente la Bolsa de Bogotá[6].

Con todo, las series nacionales son de cobertura limitada y de calidad poco confiable. En consecuencia, las estimaciones econométricas con datos históricos son fácilmente cuestionables. Por ello, los resultados analíticos más confiables se obtienen mediante ejercicios de corte transversal que utilizan información para un conjunto amplio de países[7]. Las conclusiones de estos estudios, que complementan los resultados obtenidos para Colombia en investigaciones anteriores, se retoman más adelante. A continuación se presentan los indicadores utilizados y la posición relativa de Colombia en el contexto internacional para cada uno de ellos[8].

---

[4] Véanse por ejemplo los trabajos presentados en la conferencia "Stock Markets, Corporate Finance and Economic Growth," Banco Mundial, febrero, 1995, así como los públicados en la edición de enero de 1995 en **The World Bank Economic Review**.

[5] La Bolsa de Bogotá (fundada en 1929) es la más antigua del país y en ella se realizan la mayor parte de las transacciones. La Bolsa de Medellín (fundada en 1961) ha tenido tradicionalmente una participación mayoritaria en el mercado de acciones. La de menor tamaño es la Bolsa de Occidente (fundada en 1983), ubicada en la ciudad de Cali. Para una discusión de los aspectos operativos del funcionamiento del mercado y su desagregación por bolsa véase "La Microestructura del Mercado Accionario" Misión del Mercado de Capitales.

[6] Tal es el caso de la capitalización bursátil. Historicamente la Bolsa de Medellín ha tenido una capitalización de mercado superior a la de la Bolsa de Bogotá, sin embargo recientemente se observa una tendencia a que se igualen, debido principalmente a que las compañías se inscriben en más de un mercado.

[7] Por ejemplo, Levine y Demirgüç-Kunt (1995) realizan una comparación internacional del grado de desarrollo de los mercados de capitales en un grupo de 41 países durante el periodo 1986-1993.

[8] Para las comparaciones internacionales se utilizan promedios 1986-1993 para un grupo de 41 países (desarrollados y en desarrollo). De manera complementaria, se presenta la información de 1994 para un conjunto de 26 países pertenecientes a las denominadas (por la CFI) 'economías emergentes'.

A. Tamaño del Mercado

Para medir el tamaño del mercado bursátil se pueden utilizar dos indicadores diferentes. En primer lugar, la *capitalización relativa del mercado*, que equivale al valor total de las acciones inscritas en bolsa divididas por el Producto Interno Bruto (PIB). Esta relación da una idea sobre la capacidad del mercado para movilizar capital y diversificar el riesgo en una economía. De acuerdo con los datos promedio (para el período 1986-1993) recopilados por Levine y Demirgüç-Kunt (1995) que se presentan en el Gráfico 1, Colombia presentó la cuarta capitalización de mercado más baja de la muestra (7%), después de Argentina, Indonesia, y Nigeria[9]. Llama la atención la enorme dispersión en este índice, cuyo valor es superior al 100% en países como Sudáfrica, Hong Kong, Malasia, Japón y Singapur en igual período.

Resulta interesante que algunas de las economías de ingresos bajos y medios tienen a su vez los menores índices de capitalización, al tiempo que países con mayor grado de desarrollo tienen mercados de capitales proporcionalmente mayores. Algunas excepciones interesantes son los países europeos que, excluyendo a la Gran Bretaña, tienen bajos índices de capitalización. Malasia y Sudáfrica son ejemplos de países de ingreso medio con un elevado tamaño del mercado bursátil.

En el Gráfico 2, que utiliza información de 1994 para los denominados mercados emergentes, puede apreciarse que, aunque el tamaño del mercado bursátil colombiano ha aumentado significativamente en los últimos años, todavía es muy pequeño en comparación con los de otros países de América Latina y de Asia. De hecho, el índice de capitalización relativa para

[9] Estados Unidos se deja por fuera del gráfico por tener más de 7.000 compañías inscritas, cuya capitalización total no dejaría apreciar las diferencias entre los demás países.

Gráfico No.1

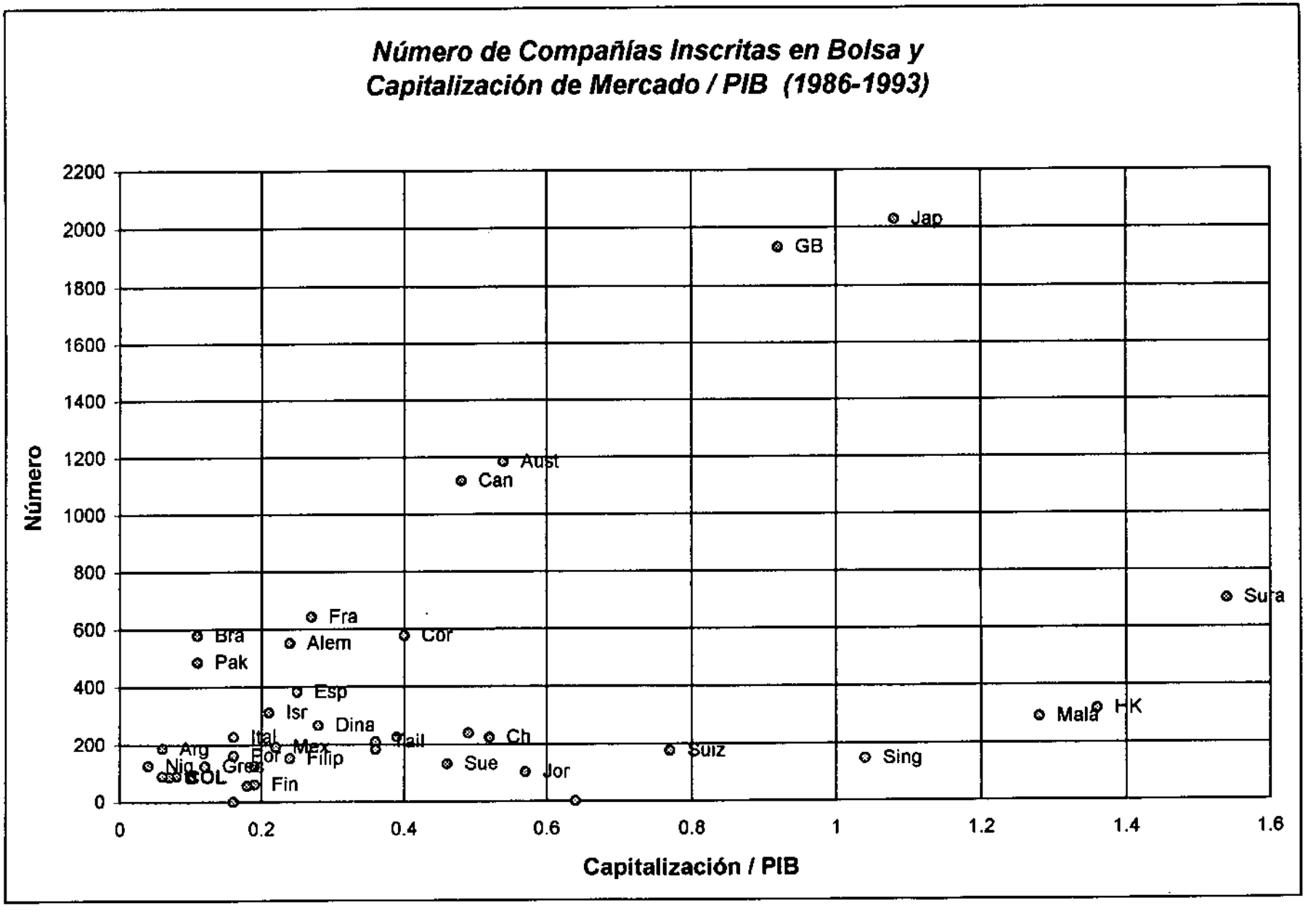
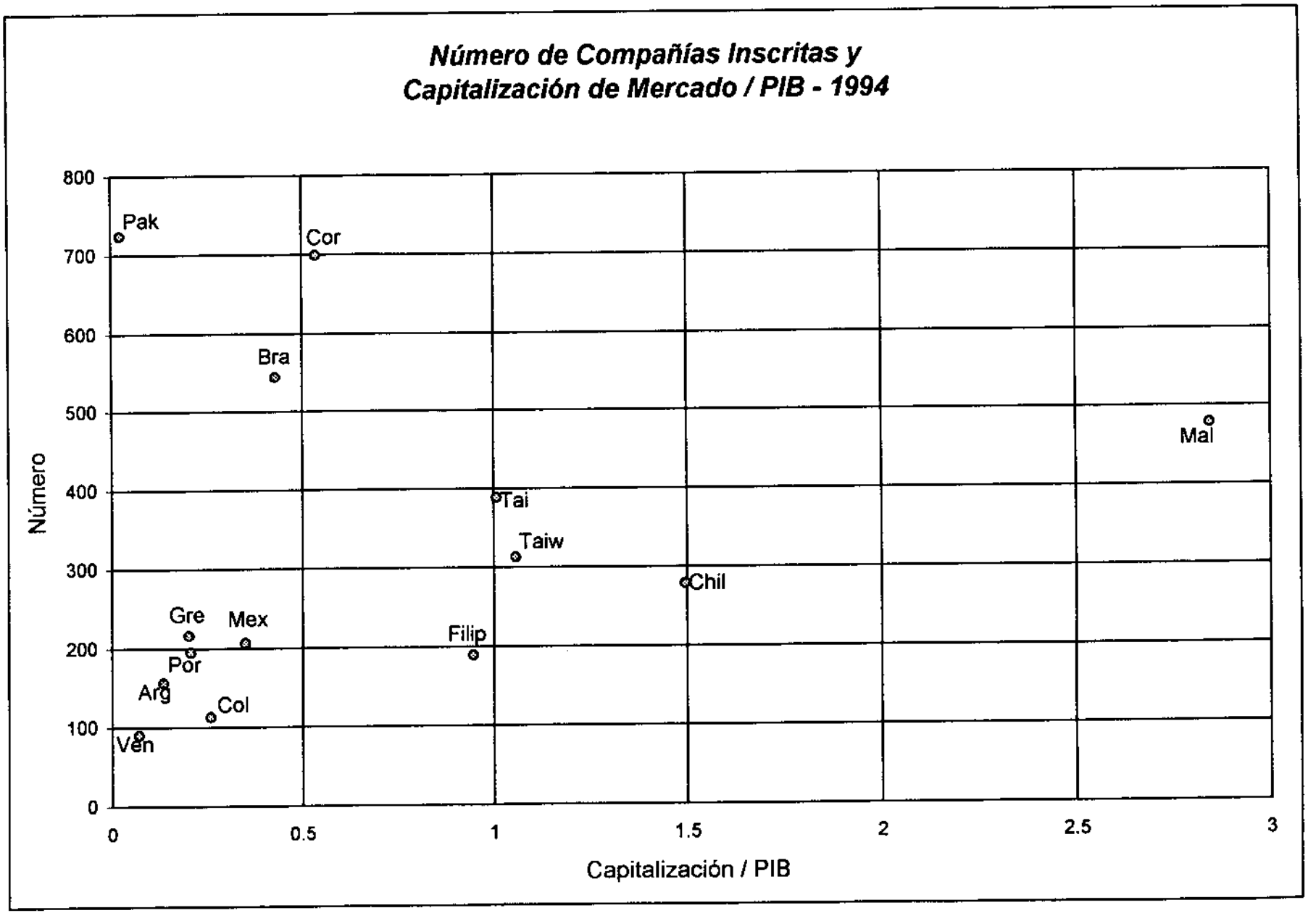

Número de Compañías Inscritas en Bolsa y
Capitalización de Mercado / PIB (1986-1993)
Número
Capitalización / PIB
2200
2000
1800
1600
1400
1200
1000
800
600
400
200
0
0
0.2
0.4
0.6
0.8
1
1.2
1.4
1.6
Jap
GB
Aust
Can
Sura
Fra
Alem
Cor
Bra
Pak
Esp
Isr
Dina
Ital
Mex
Filip
Thail
Ch
Arg
For
Nig
Grec
COL
Fin
Sue
Jor
Suiz
Sing
Mala
HK

Gráfico No.2


Número de Compañías Inscritas y
Capitalización de Mercado / PIB - 1994
Número
800
700
600
500
400
300
200
100
0
Pak
Cor
Bra
Mal
Tai
Taiw
Chil
Gre
Mex
Filip
Por
Arg
Col
Ven
0
0.5
1
1.5
2
2.5
3
Capitalización / PIB

Colombia fue de 25%, tres veces más de lo observado en promedio entre 1986 y 1993, y superior al registrado por Grecia, Portugal, Argentina, Pakistán y Venezuela[10].

En efecto, como se aprecia en el Gráfico 3, la capitalización de las bolsas de Bogotá y Medellín se elevó de niveles inferiores al 5% del PIB hasta 1990 a un nivel entre 21% y 23% en 1994[11]. El aumento en el tamaño del mercado es el resultado del incremento en el precio de las acciones y en un menor grado de la inscripción de nuevas firmas (incluyendo algunas de las empresas privatizadas en los últimos años)[12].

De otra parte, el tamaño del mercado también puede medirse a partir del *número de compañías inscritas* en los mercados de valores, aunque en este caso es más difícil realizar comparaciones dado que las condiciones de inscripción varían de un país a otro. De acuerdo con el Gráfico 1, el número de empresas inscritas (87) en Colombia (promedio 1986-1993) fue el cuarto más bajo de la muestra. Dentro del grupo de mercados emergentes del Gráfico 2, sólo Venezuela estuvo por debajo de Colombia en esta materia en 1994.

El Gráfico 4 muestra la evolución del número de empresas (con acciones ordinarias) inscritas en la Bolsa de Bogotá durante el período 1983-1995. Llama la atención la abrupta caída que se registró entre 1983 y 1985, seguida de una reducción en el número de firmas que alcanzó su menor nivel en 1990-1992 (80). Los factores que explican este comportamiento, así como la recuperación a partir de 1993, se discuten en la tercera parte de este trabajo. Con todo, el crecimiento de este indicador en Colombia entre 1989 y 1994 (5.64% en promedio por año) fue

[10] En 1994 el valor de las acciones inscritas en bolsa fue mayor al PIB en países como Chile, Tailandia y Taiwan.
[11] La capitalización de la Bolsa de Occidente es muy inferior.
[12] El caso colombiano es similar al de otras economías emergentes. Lo anterior se puede corroborar si se analizan los índices de precios que la Corporación Financiera Internacional desarrolla anualmente. En éstos puede verse como los precios en las economías emergentes desde inicios de la presente década, han evolucionado muy favorablemente si se comparan con los de las economías desarrolladas.

Gráfico No.3

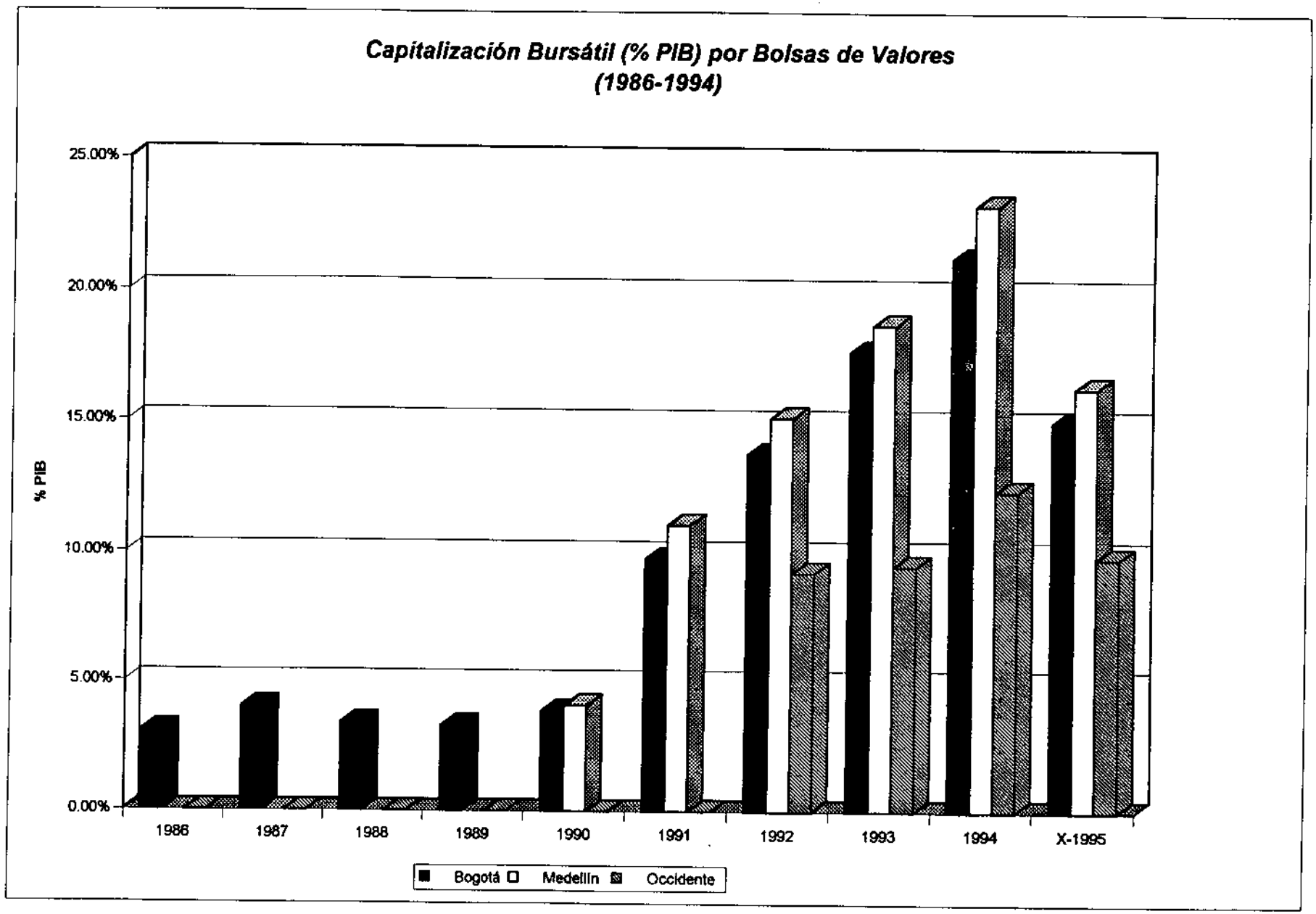
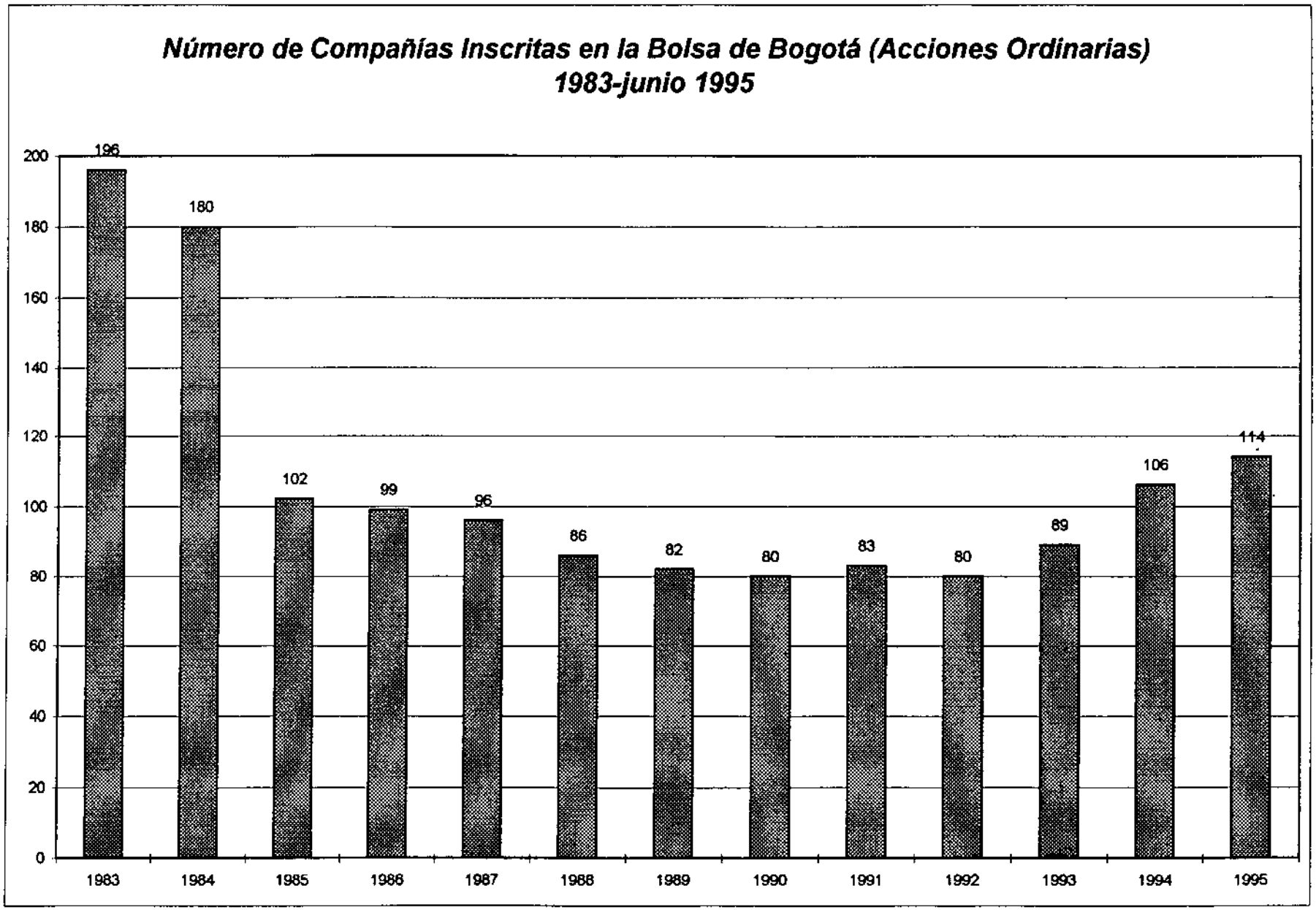

Capitalización Bursátil (% PIB) por Bolsas de Valores
(1986-1994)
25.00%
20.00%
15.00%
10.00%
5.00%
0.00%
% PIB
1986
1987
1988
1989
1990
1991
1992
1993
1994
X-1995
Bogotá
Medellín
Occidente

Gráfico No.4


Número de Compañías Inscritas en la Bolsa de Bogotá (Acciones Ordinarias)
1983-junio 1995
200
180
160
140
120
100
80
60
40
20
0
196
180
102
99
96
86
82
80
83
80
89
106
114
1983
1984
1985
1986
1987
1988
1989
1990
1991
1992
1993
1994
1995

muy inferior al observado en otras economías emergentes como Indonesia y Turquía (aproximadamente 35% anual en ambos casos)[13].

B. *Liquidez del Mercado*

Por lo general se utilizan dos indicadores para medir la capacidad de vender y comprar títulos valores de manera rápida y fácil. El primero de ellos es la razón *valor total transado/PIB*, que debe reflejar el grado de liquidez del mercado bursátil. Con ello, se complementa la información sobre capitalización bursátil, pues en muchas ocasiones el mercado puede ser grande pero presentar pocas transacciones. El segundo indicador de la liquidez del mercado es el *índice de bursatilidad,* el cual equivale al valor total de las acciones transadas dividido por la capitalización del mercado. De acuerdo con Levine y Zervos (1995), aunque no es una medida exacta de la liquidez, un alto índice está asociado con bajos costos de transacción y por lo tanto con mecanismos eficientes de movilización de capital y de información.

Antes de realizar las comparaciones internacionales y analizar los datos históricos vale la pena aclarar que los mercados bursátiles en Colombia realizan algunas transacciones diferentes al movimiento accionario (el cual es el que se tiene en cuenta en las comparaciones internacionales). De acuerdo con la clasificación utilizada por Steiner y Jaramillo (1994), las operaciones bursátiles realizadas en Colombia pueden discriminarse en tres clases de títulos valores: i. renta fija; ii. renta variable (acciones), y iii. títulos denominados en moneda extranjera (emitidos por el Banco de la República -comúnmente conocidos como Certificados de Cambio y Títulos Canjeables-). Estos

[13] Datos calculados a partir del **Emerging Stock Markets Factbook**, CFI, 1995.

últimos han sido frecuentemente utilizados por la autoridad monetaria con el propósito de llevar a cabo una intervención esterilizada en el mercado cambiario[14].

Según el Gráfico 5, durante el período 1986-1993 el valor transado (en acciones) en las bolsas colombianas representó apenas el 1% del PIB, el nivel más bajo de la muestra después de Nigeria. En países como Japón, Hong Kong y Malasia las transacciones bursátiles equivalen a más del 45% del PIB. Cuando se analizan las cifras de los mercados emergentes en 1994 (Gráfico 6), Colombia aparece en el antepenúltimo lugar (3.3%), después de Venezuela (1.6%) y de Pakistán (0.6%). Los gráficos anteriores permiten concluir que los mercados con mayor capitalización tienden, en términos generales, a registrar un mayor volumen de transacciones como proporción del producto. Esto quiere decir que uno de los factores fundamentales para generar un mayor volumen de actividad bursátil se relaciona con el tamaño global del mercado.

De otra parte, resulta interesante que en términos generales los mercados bursátiles latinoamericanos son mucho menos líquidos que los asiáticos (especialmente Taiwan, Corea, Tailandia y Hong Kong). Por ejemplo, Chile tiene una elevada capitalización bursátil (149.52% del PIB en 1994) pero una escasa liquidez (la relación valor total de las acciones transadas/PIB es de sólo 11.63%). El caso colombiano, por otra parte, es uno de baja capitalización bursátil y baja liquidez[15].

---

[14] Este trabajo se concentra en las transacciones de papeles de renta variable (acciones). La gran mayoría de las transacciones de papeles de renta fija (bonos) se realiza con títulos de corto plazo (que corresponden al mercado monetario y no al mercado de capitales).

[15] Aunque no se reporta, el *índice de bursatilidad* para Colombia (1986-1993) es igualmente desalentador (7%) al sólo ser mayor que el de Sudáfrica, Zimbabwe y Nigeria. Sin embargo, en este caso no parece claro que altos niveles de capitalización estén necesariamente asociados con una alta bursatilidad. Chile y Sudáfrica son buenos ejemplos de países con alta capitalización y baja bursatilidad, en tanto que en Alemania y Corea ocurre lo contrario. El dato para Colombia en 1994 (17.8%) pese a ser uno de los más bajos, supera a Chile, Uruguay y Ecuador en América Latina.

Gráfico No.5

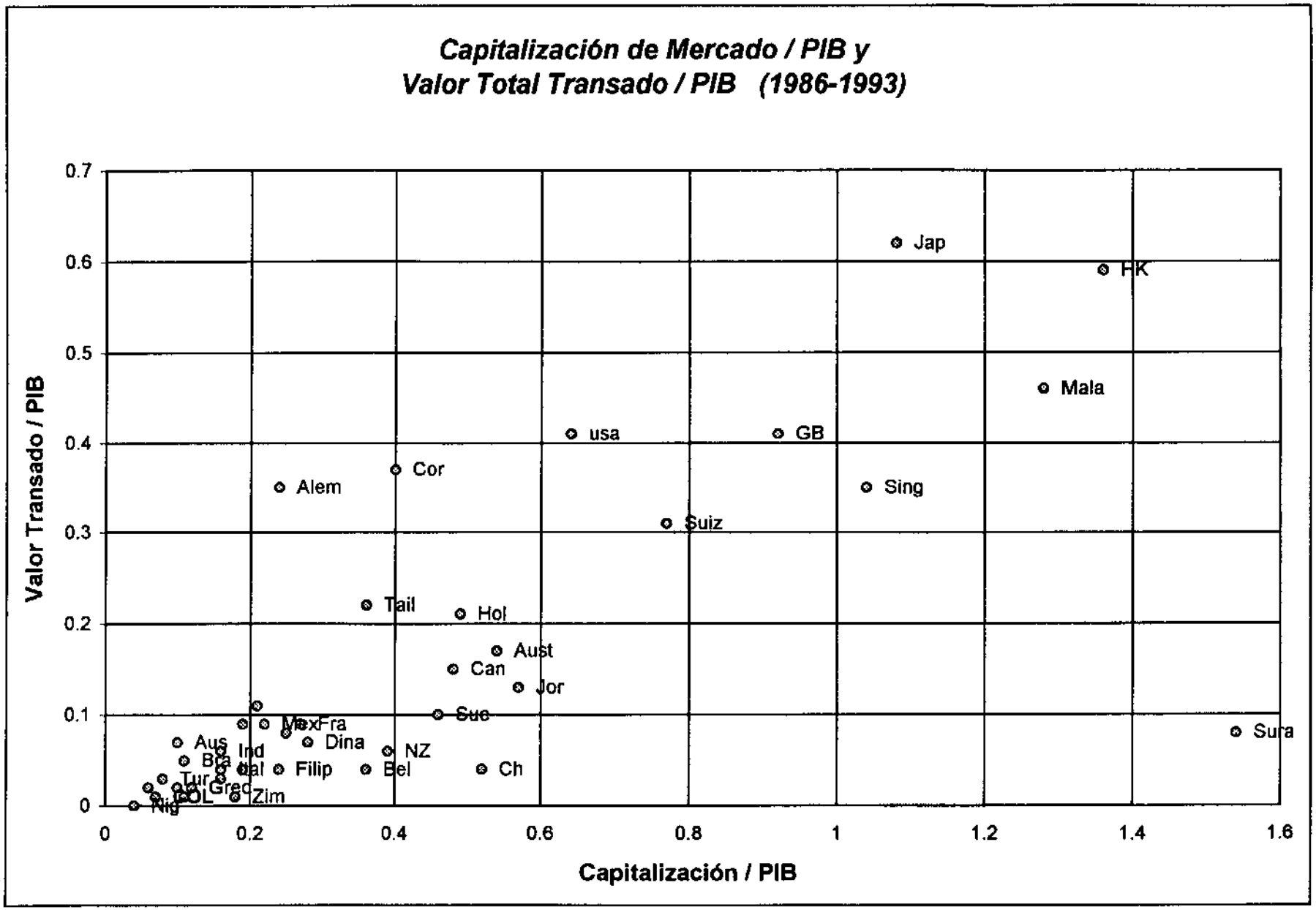
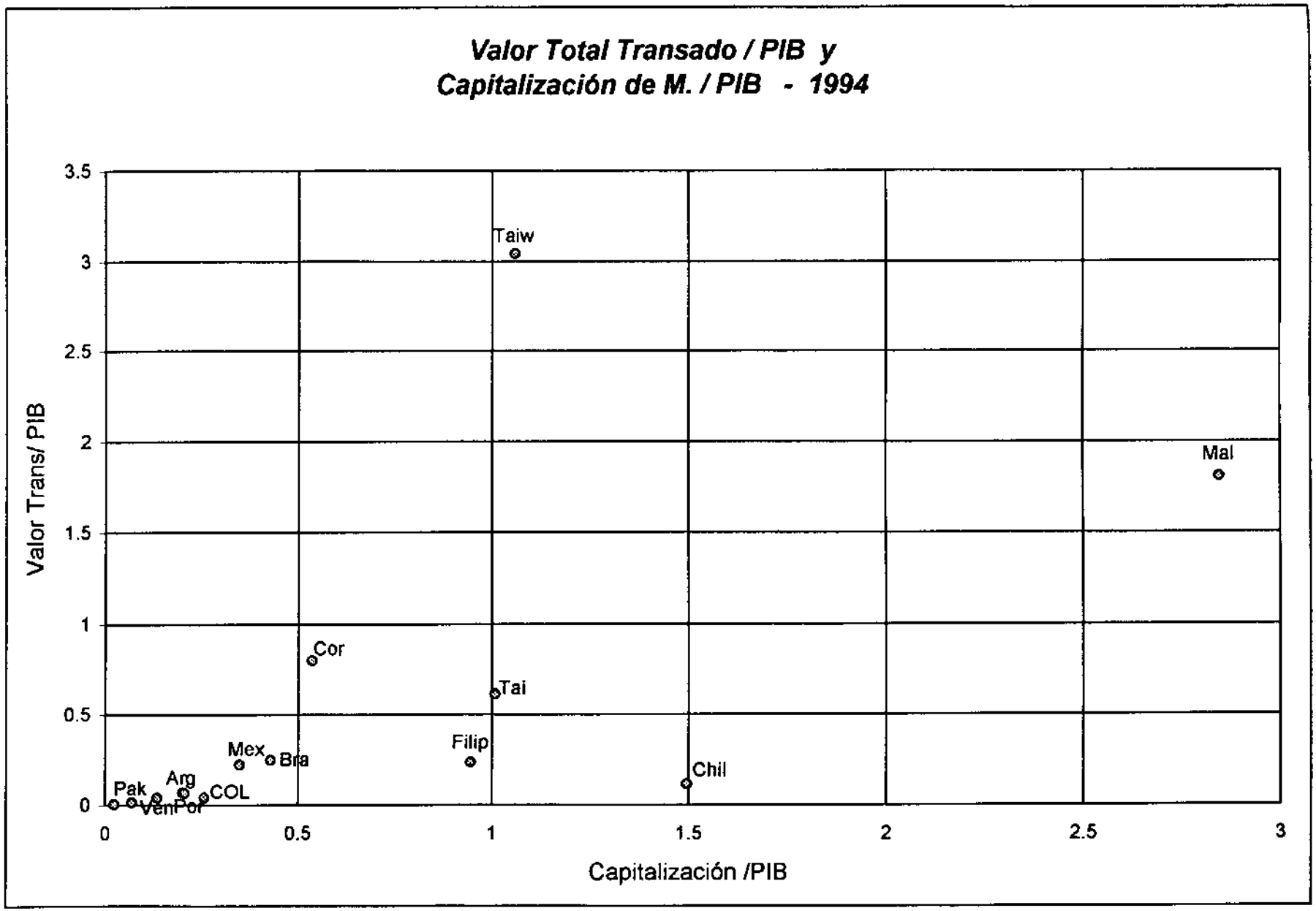

Capitalización de Mercado / PIB y
Valor Total Transado / PIB (1986-1993)
Valor Transado / PIB
Capitalización / PIB
0
0.1
0.2
0.3
0.4
0.5
0.6
0.7
0
0.2
0.4
0.6
0.8
1
1.2
1.4
1.6
Jap
HK
Mala
usa
GB
Sing
Cor
Alem
Suiz
Tail
Hol
Aust
Can
Jor
Sue
Sura
Dina
NZ
Filip
Bel
Ch
Zim
Aus
Ind
Bra
Tur
Grec
POL
Nig

Gráfico No.6


Valor Total Transado / PIB y
Capitalización de M. / PIB - 1994
Valor Trans/ PIB
Capitalización /PIB
3.5
3
2.5
2
1.5
1
0.5
0
0
0.5
1
1.5
2
2.5
3
Taiw
Mal
Cor
Tai
Filip
Chil
Mex
Bra
Arg
Pak
COL
Ven
Por

El Gráfico 7 y el Cuadro 1 describen la evolución de las transacciones en acciones como proporción del PIB durante el período 1950-1994. Esta relación se mantuvo en niveles cercanos al 1% hasta 1970, para luego caer a 0.39% en promedio durante el período 1971-1975. Después de una modesta recuperación durante la segunda mitad de los años setenta, las transacciones bursátiles entraron en una profunda crisis que se prolongó hasta finales de la década pasada cuando representaron un pobre 0.2% del PIB.

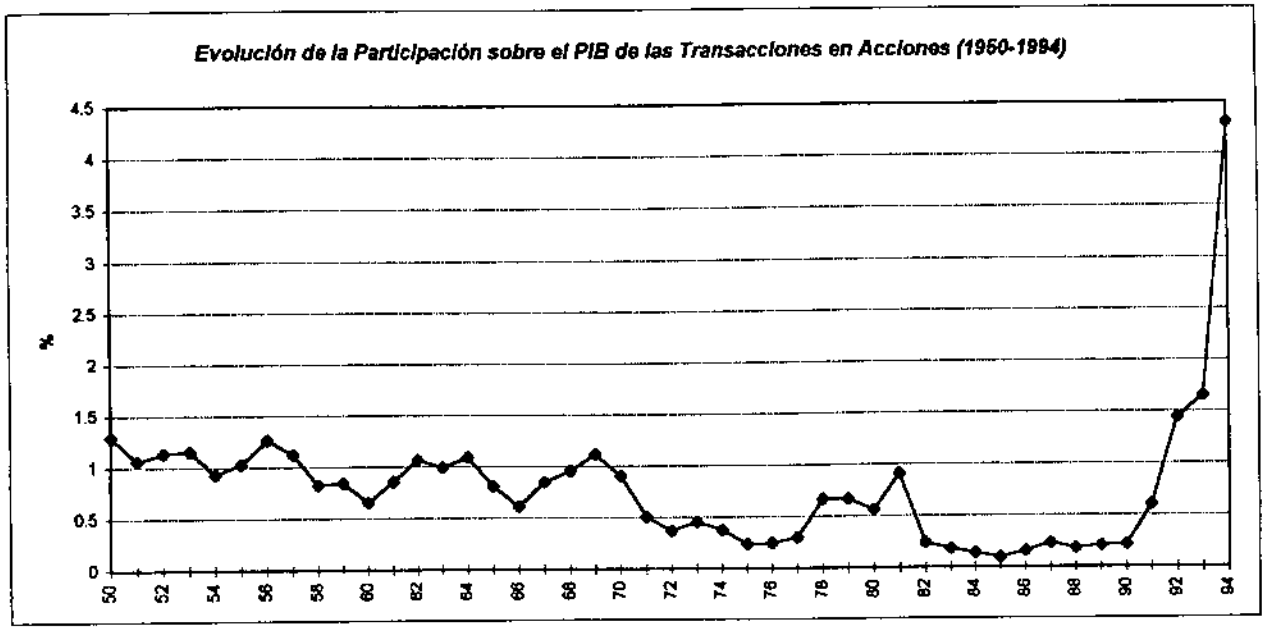
Sin embargo, la actividad bursátil ha experimentado un notable crecimiento desde 1990. En efecto, las transacciones accionarias entre 1990 y 1994 se incrementaron en promedio, en pesos constantes, en un 100% por año. Con ello, las transacciones se elevaron de 0.3% del PIB en 1990 a 3.3% en 1994. En la tercera parte se discuten en detalle algunos de los factores que explican el auge reciente, entre los que sobresalen la participación de inversionistas extranjeros y las privatizaciones efectuadas en 1994[16]. Por último, es interesante mencionar el deterioro secular de las transacciones en acciones con relación a las demás transacciones bursátiles (Gráfico 8). Pese a que las primeras eran ampliamente dominantes en el mercado hasta finales de los años sesenta, hoy en día su participación es claramente minoritaria. Esto se debe, sin duda, al enorme dinamismo que han registrado las transacciones en títulos de renta fija, en especial a partir de 1977[17].

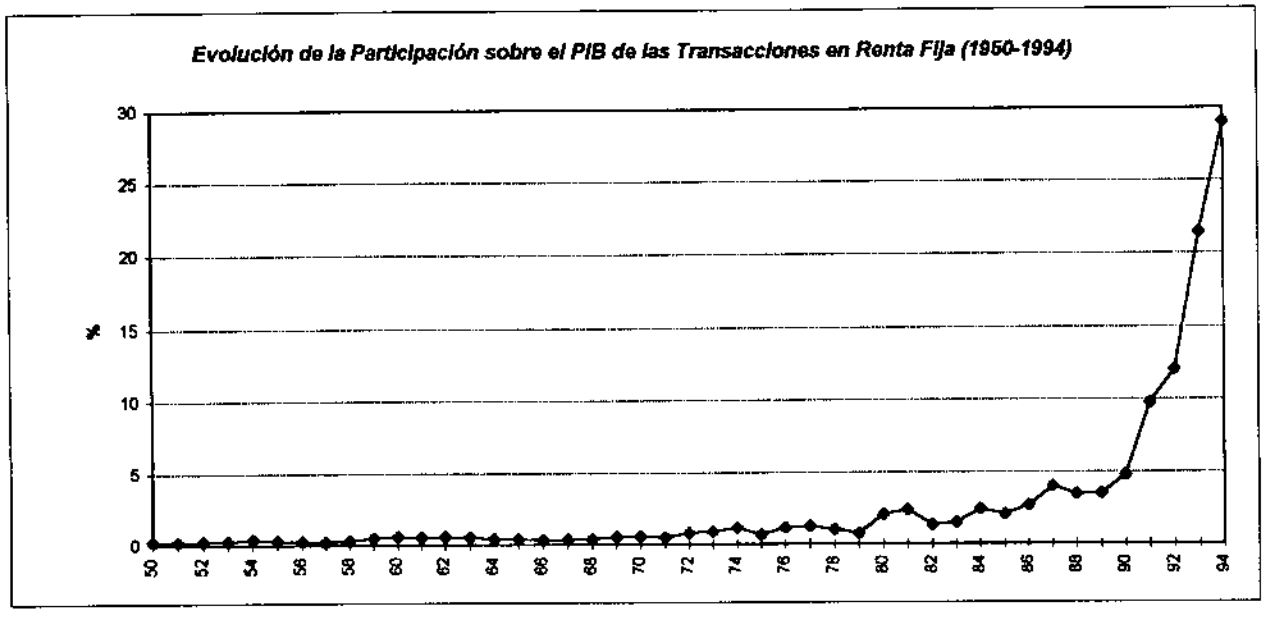
En conclusión, pese a su dinamismo reciente el mercado accionario colombiano es todavía uno de los menos líquidos a nivel internacional. Esto pone de presente sus limitaciones como

[16] Específicamente Banco de Colombia, Banco Ganadero, Corpavi y Compañía Hotelera Cartagena de Indias. En su conjunto, estas privatizaciones totalizaron transacciones por un valor de $548,863 millones (aprox. US$660 millones), de las cuales el 86% correspondió a la venta de las tres entidades financieras mencionadas. Véase Síntesis Estadística Mensual. Superintendencia de Valores. Diciembre de 1994.

[17] Otro factor que motivó esta recomposición fue el aumento en la participación de los papeles 'oficiales' (Gobierno Nacional y Banco de la República) en detrimento del sector privado.

Gráfico No. 7


Evolución de la Participación sobre el PIB de las Transacciones en Acciones (1950-1994)
%
4.5
4
3.5
3
2.5
2
1.5
1
0.5
0
50 52 54 56 58 60 62 64 66 68 70 72 74 76 78 80 82 84 86 88 90 92 94


Evolución de la Participación sobre el PIB de las Transacciones en Renta Fija (1950-1994)
%
30
25
20
15
10
5
0
50 52 54 56 58 60 62 64 66 68 70 72 74 76 78 80 82 84 86 88 90 92 94

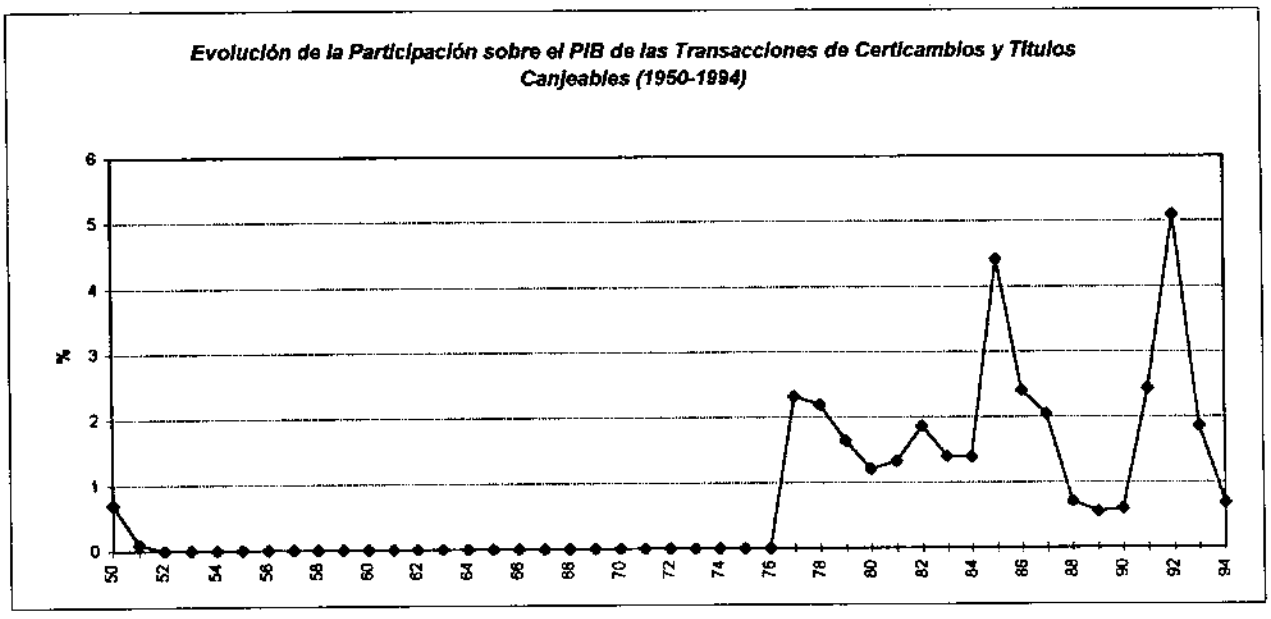
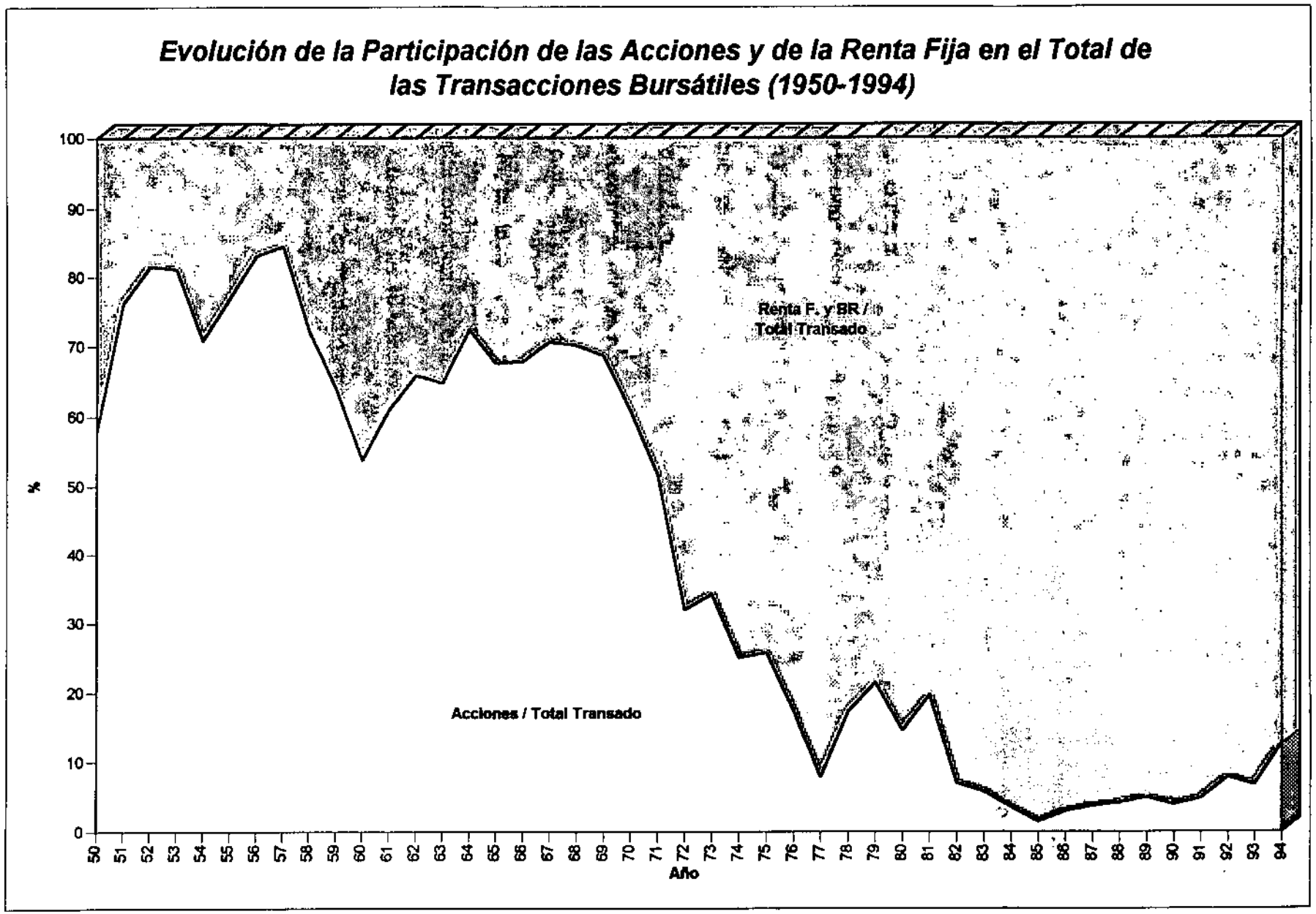

Evolución de la Participación sobre el PIB de las Transacciones de Certicambios y Títulos Canjeables (1950-1994)
%
6
5
4
3
2
1
0
50 52 54 56 58 60 62 64 66 68 70 72 74 76 78 80 82 84 86 88 90 92 94

Gráfico No.8


Evolución de la Participación de las Acciones y de la Renta Fija en el Total de las Transacciones Bursátiles (1950-1994)
%
100
90
80
70
60
50
40
30
20
10
0
Renta F. y BR / Total Transado
Acciones / Total Transado
50 51 52 53 54 55 56 57 58 59 60 61 62 63 64 65 66 67 68 69 70 71 72 73 74 75 76 77 78 79 80 81 82 83 84 85 86 87 88 89 90 91 92 93 94
Año

herramienta de financiación y diversificación de riesgos. Además, como se discute más adelante, el bajo volumen de transacciones da pie para la existencia de ineficiencias en la determinación de precios que en muchos casos no reflejan los riesgos inherentes a los activos.

C. Concentración

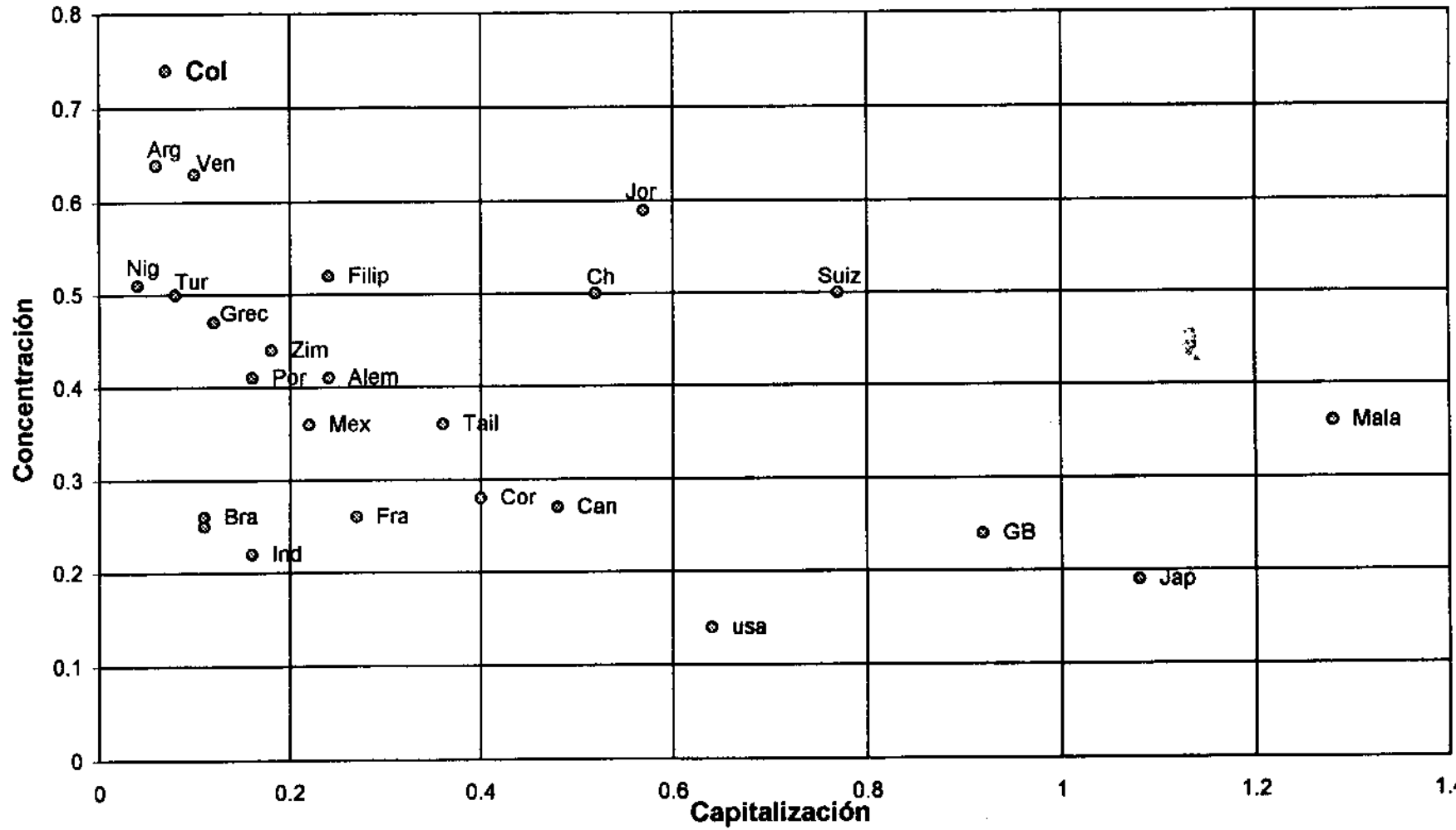
El concepto de concentración aplicado al mercado bursátil puede ser entendido de diversas maneras. En primer lugar, se puede hablar de concentración del *mercado* cuando un número reducido de acciones representan un elevado porcentaje de la capitalización bursátil y de las transacciones en el mercado. En segundo lugar, la concentración de la *propiedad accionaria* hace referencia a que unos pocos individuos posean la mayoría de las acciones existentes. Los dos conceptos son igualmente importantes. Ambos afectan la liquidez y el tamaño del mercado, así como la eficiencia en la valoración de riesgos. Por ello, es preciso discutirlos por separado.

Concentración del Mercado

La concentración del *mercado* puede medirse a través de la participación de las 10 principales acciones en el valor total transado o en la capitalización bursátil[18]. De acuerdo con los datos de la CFI, los índices correspondientes para Colombia son francamente preocupantes. El mercado bursátil colombiano es el más concentrado del grupo de 41 países. En efecto, como se aprecia en el Gráfico 9, las 10 principales acciones representaron el 74% de la capitalización del mercado colombiano (en promedio entre 1986 y 1993). Lo siguen Argentina (64%) y Venezuela (63%). Chile mostró un grado de concentración de 50%, mientras que Brasil y México registraron indicadores menores. En contraste, la concentración en Estados Unidos y Japón fue de sólo 14% y 19%, respectivamente. En el gráfico se aprecia que los mercados más pequeños son, por lo

[18] Como 'principales' puede entenderse las de mayor capitalización (valor) o, alternativamente, aquellas con mayor peso en el monto total transado.

Concentración y Capitalizacion de Mercado / PIB (1986-1993)*



*Medida como 10 acciones más grandes como % de la Capitalización de Mercado

general, los más concentrados. El Gráfico 10 muestra la relación entre concentración y liquidez del mercado (valor transado/PIB). Es claro que los mercados menos líquidos son más propensos a la concentración; no cabe duda que Colombia constituye un claro ejemplo de estas relaciones. Por ello, no sorprende que Levine y Demirgüç-Kunt (1995) concluyan que los países con mercados bursátiles concentrados en pocas acciones tienden a ser más pequeños, menos líquidos y menos integrados internacionalmente.

De acuerdo con la muestra de la CFI para 26 mercados emergentes (Gráfico 11a), Colombia presentó en 1994 el tercer índice de concentración más alto (61.2%), sólo superado por Venezuela (73.8%) y Zimbabwe (61.3%). Cuando se usa la participación de las 10 principales acciones en el valor total transado, como en el Gráfico 11b, la posición de Colombia mejora ligeramente. En efecto, pasa al quinto lugar de mayor concentración (52.5%) en nuestro continente, después de Venezuela (80.7%), Chile (57.7) México (57.6%) y Perú (55.2%).

Los datos obtenidos a partir de fuentes nacionales se aprecian en el Gráfico 12 que contiene información para cada una de las bolsas de valores del país entre 1990 y 1995. La Bolsa de Occidente al ser la más pequeña (sólo 62 empresas inscritas a junio de 1995) es también la más concentrada. En efecto, las 10 principales acciones representaron el 79% del mercado en 1990 (89% en 1993). La Bolsa de Medellín (96 empresas inscritas) registró la mayor concentración en 1991 (76%), porcentaje que luego descendió hasta 67% en junio de 1995. Por último, la Bolsa de Bogotá (114 empresas inscritas) registró una concentración creciente durante los primeros años de la década (1990: 71%, 1991: 82%). Sin embargo, el proceso de paulatina desconcentración observado en los últimos años en todas las bolsas del país ha sido más acelerado en el caso de

Gráfico No.10

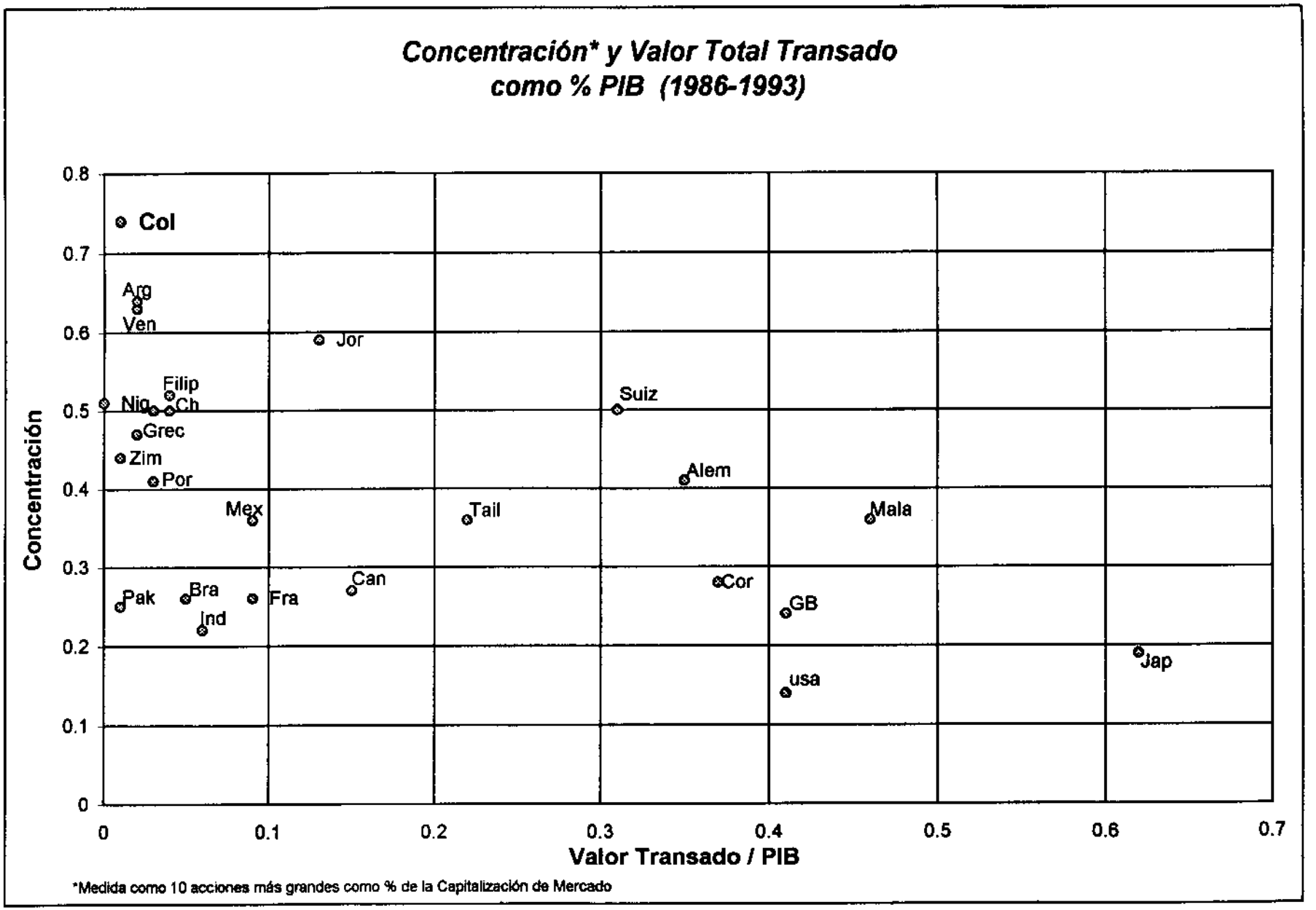


Gráfico No. 11a

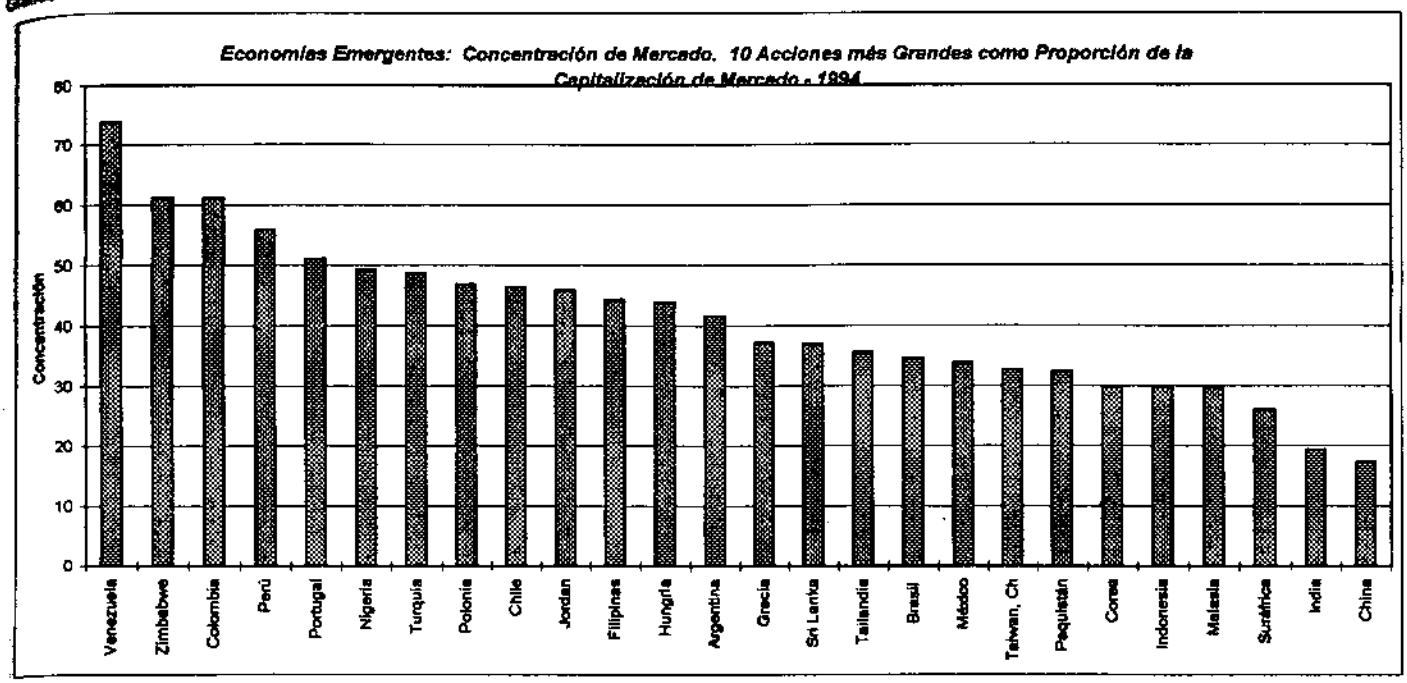


Gráfico No. 11b

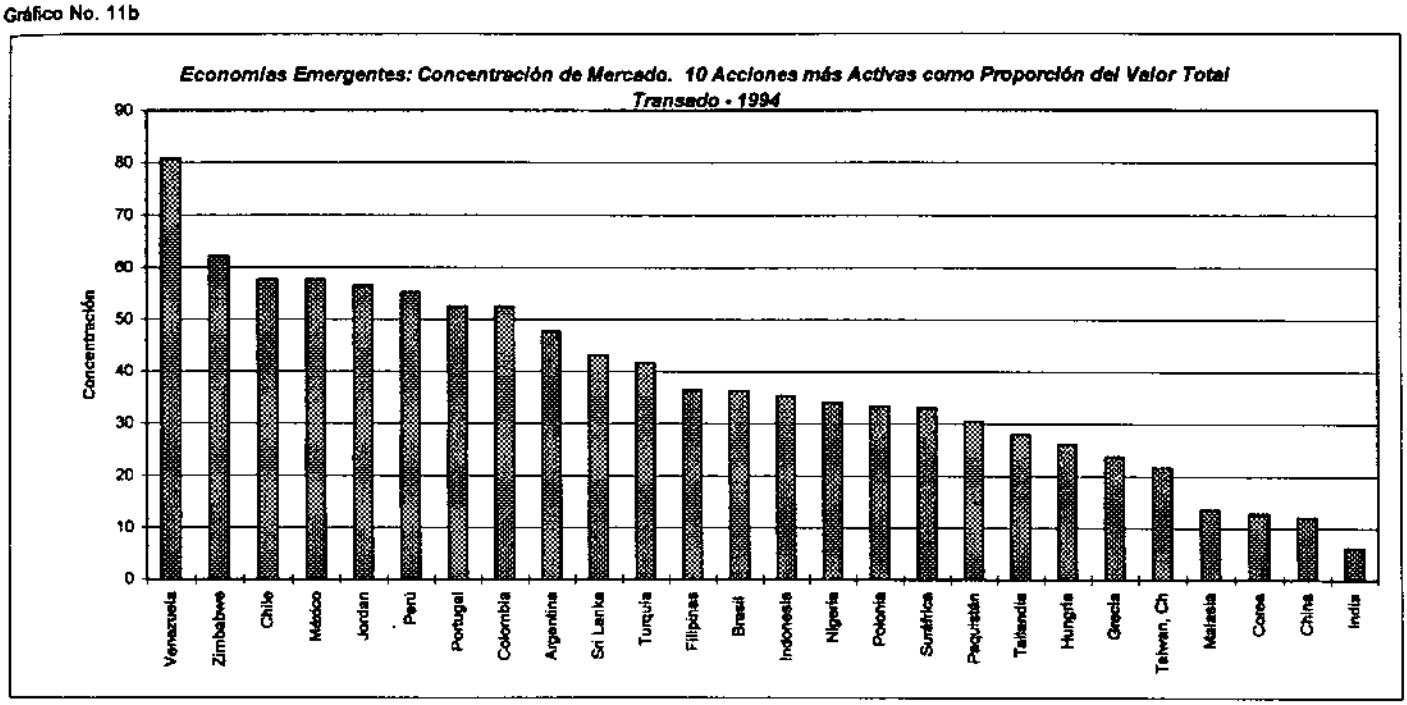
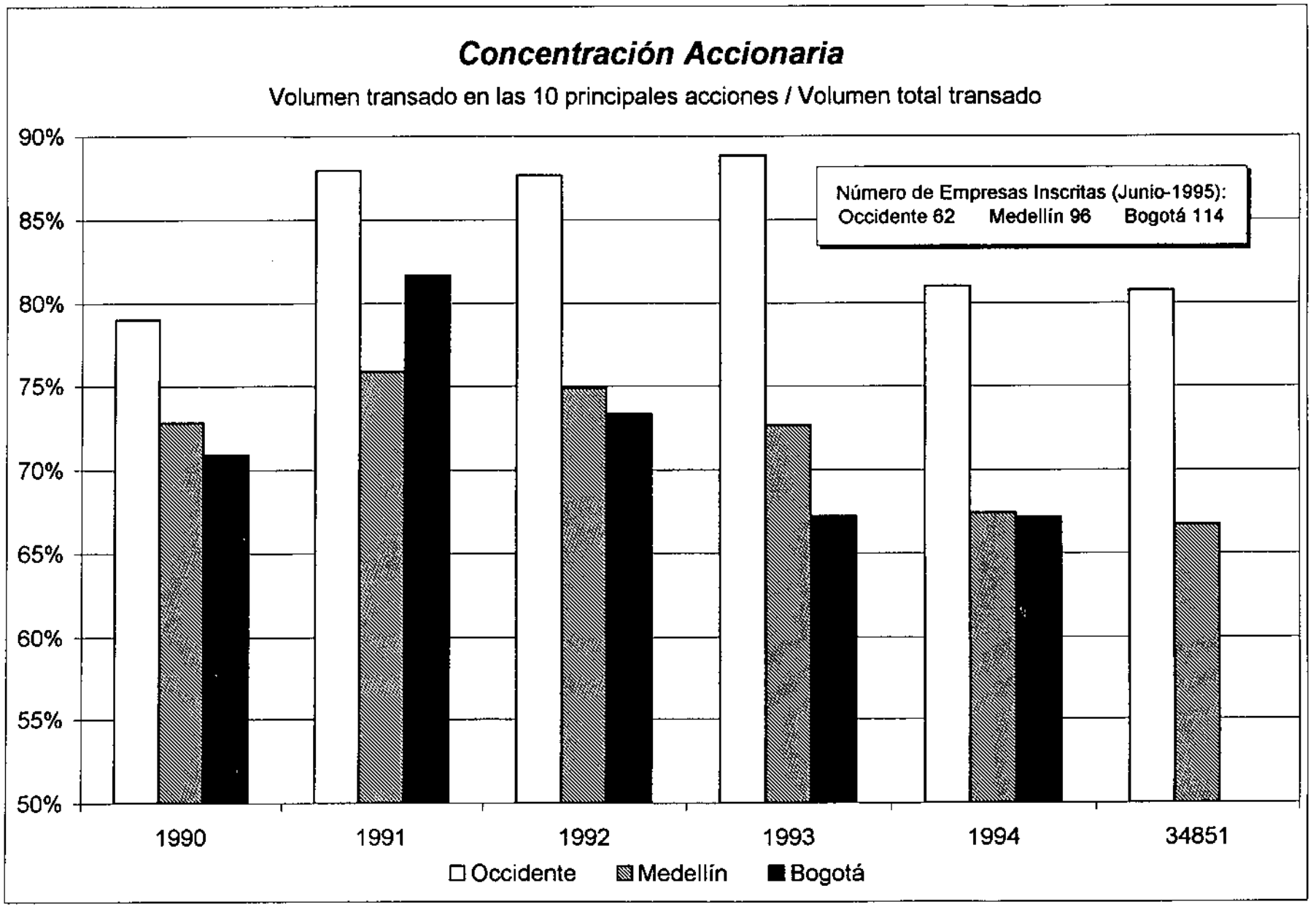


Gráfico No. 12



Bogotá (1994: 67%). En conclusión, la concentración del mercado bursátil colombiano ha disminuido en los últimos años pese a que todavía es una de las más altas en el mundo.

Concentración de la propiedad accionaria

Como se mencionó atrás, estas medidas de concentración deben ser complementadas con los indicadores de concentración de la propiedad (los cuales desafortunadamente no son calculados de manera sistemática a nivel internacional). Cuando las diez principales acciones (en términos de capitalización) están a su vez equitativamente distribuidas entre un número grande de propietarios, los problemas son menores a cuando un porcentaje elevado de dichas acciones están en pocas manos. Medir este segundo tipo de concentración es una tarea difícil.

En un estudio reciente para Colombia, Econometría (1995) cuantifica la concentración de la propiedad accionaria para la totalidad de las empresas inscritas en el Registro Nacional de Valores (RNV). El objetivo del trabajo es identificar las *personas naturales* poseedoras de las acciones de empresas del RNV. Con todo, este propósito enfrenta tres inconvenientes que no es posible resolver plenamente. Vale la pena mencionarlos en detalle.

En primer lugar, cuando los propietarios de empresas inscritas en el RNV son empresas no inscritas en el RNV es imposible determinar qué personas naturales son en última instancia las dueñas de las acciones. En este caso es necesario permitir que tanto personas naturales como empresas por fuera del RNV sean consideradas dueñas.

En segundo lugar, el estudio define como valor de la empresa el valor patrimonial de la compañía en libros. Este valor debe ser corregido (depurado) para evitar incurrir en una doble contabilidad en el caso en que, por ejemplo, A posea parte de B y B posea parte de A. No obstante, el ajuste se hace bajo el supuesto de que A contabiliza su participación en B al mismo

valor que B contabiliza su propio patrimonio, lo cual no siempre ocurre. Por ello, se presenta el caso de empresas con patrimonio depurado negativo, hecho que introduce distorsiones en los cálculos. Además, el uso del valor patrimonial deshecha otras medidas como el valor del capital accionario a precios de mercado. Los vicios propios de la contabilidad y/o los comunes movimientos especulativos del mercado bursátil pueden eventualmente llevar a que el valor en libros y el valor a precios de mercado se muevan en sentido contrario.

En tercer lugar, el estudio sólo distingue individualmente los 10 principales accionistas de la empresa y agrupa el resto de accionistas por rangos, lo cual introduce naturalmente un sesgo en favor de la concentración. La medida de concentración utilizada es el coeficiente de Gini, cuyas propiedades estadísticas son superiores a las de otros posibles índices[19]. Se cuantifica por sector de actividad económica mediante un promedio ponderado de la concentración accionaria de todas las empresas de un sector.

El estudio en realidad calcula dos índices Gini, cotas superior e inferior, dentro de los cuales se encuentra el verdadero valor del coeficiente. Estas cotas se obtienen bajo el supuesto de que los rangos absolutos diferentes de los primeros diez accionistas no tienen inversiones en otras compañías del RNV (cota inferior), o sin dicho supuesto (cota superior). El verdadero valor del Gini se aproxima más a la cota superior.

---

[19] El índice se define sectorialmente de la siguiente manera:

$$G = \sum_k \left(\frac{V_k}{V} C_k \right)$$

donde V_k / V es el porcentaje del valor patrimonial total del sector (debidamente corregido para evitar dobles contabilizaciones) al que pertenece la empresa k y C_k es el índice de concentración de la propiedad accionaria de la empresa k. El coeficiente Gini puede tomar valores entre 0 (distribución perfectamente equitativa de la propiedad) y 1 (plena concentración). Sin embargo, debido a la existencia de valores patrimoniales negativos se pueden obtener coeficientes Gini mayores a uno.

El Cuadro 2 resume los principales resultados del estudio. Es alarmante que los coeficientes Gini que miden las concentración de la propiedad accionaria sean superiores a 0.9 en todos los sectores económicos (a partir de datos para 1992 y 1993). En el caso de los establecimientos financieros y manufacturas, los dos sectores con mayor número de empresas registradas en bolsa, la concentración es superior. Más aún, entre 1992 y 1993 aumentó la concentración. En efecto, el promedio ponderado de la cota mínima se elevó de 0.904 a 0.918.

En suma, el mercado bursátil colombiano muestra una doble combinación de concentración. Hay pocas acciones de importancia. De hecho, las diez principales acciones representaron el 74% de la capitalización del mercado bursátil colombiano entre 1986 y 1993. Como si eso fuera poco, la propiedad de dichas acciones está en pocas manos. La consecuencias de la excesiva concentración son obvias. El mercado es poco líquido, con lo cual se desestimula el ingreso de nuevas empresas que temen una falta de demanda por sus acciones. Adicionalmente, la excesiva concentración afecta la eficiencia en la valoración de las acciones ya que sus precios son fácilmente manipulables. Esto desestimula al pequeño ahorrador que prefiere participar en mercados más eficientes, como el de renta fija.

D. Rentabilidad y Riesgo

El comportamiento de la rentabilidad y el riesgo en los mercados emergentes es uno de los aspectos más estudiados en la literatura reciente sobre mercados bursátiles. Estas dos variables dan información que resulta valiosa para explicar aspectos como el flujo de capitales, el costo del capital y la capacidad del mercado de diversificar riesgos, entre otros. Asimismo, las propiedades estadísticas de estas variables sirven para evaluar el grado de integración de los mercados y la

Cuadro No.2

Concentración de la Propiedad Accionaria 1992-1993
Indices Gini

Sector Económico	Número de Empresas	1992		1993	
		Cota Inferior	Cota Superior	Cota Inferior	Cota Superior
Establecimientos Financieros	90	0.9266	1.0633	0.9448	0.9932
Agricultura, Silvicultura, Caza y Pesca	36	0.8226	0.9776	0.8761	0.9790
Explotación de Minas y Canteras	4	0.9770	0.9790	0.9910	0.9933
Manufactura	116	0.9126	0.9826	0.9197	0.9857
Electricidad, Distribución de Gas y Agua	6	0.9515	0.9875	0.9951	0.9979
Construcción e Ingeniería Civil	10	0.7926	0.9975	0.7686	0.9983
Comercio	21	0.8080	1.0150	0.9644	1.0448
Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones	5	0.9880	0.9988	0.9856	0.9988
Salud y Servicios Médicos Privados	3	0.9205	0.9284	0.9137	0.9271
Hotelería y Turismo	9	0.9476	0.9956	0.9610	0.9973
Servicios Varios	16	1.0124	1.2558	0.7992	0.9972

Fuente: Econometría (1995)

Restrepo, Juan C., Juan G.Serna y Manuel G.Rosas (1983), "Inflación, Financiamiento y Capitalización Empresarial" en **Ensayos sobre Política Económica**, diciembre. También publcado en M. Avella (Compildor) **Política Monetaria y Mercado de Capitales en Colombia**, CID-Universidad Nacional, 1987.

Steiner, Roberto y Olga Lucía Jaramillo (1994) "Desarrollo Reciente y Perspectivas del Mercado Accionario en Colombia", Fedesarrollo, mimeo.

Superintendencia de Sociedades (1981) "La Sociedad Anónima: Evolución Financiera en la Década del 70".

Tenjo, Fernando (1995) "La Estructura de Financiamiento de las Empresas Colombianas," mimeo, Misión de Estudios del Mercado de Capitales.

Torres, Alejandra (1995), "La Inversión Extranjera de Portafolio y su Crecimiento en Colombia", mimeo, Misión de Estudios del Mercado de Capitales, septiembre.

Trujillo, Juan Pablo (1995), "El mercado de Capitales: Definiciones y aspectos conceptuales," mimeo, Misión de Estudios del Mercado de Capitales.

Superintendencia de Valores (1994), Síntesis Estadística Mensual, Diciembre.

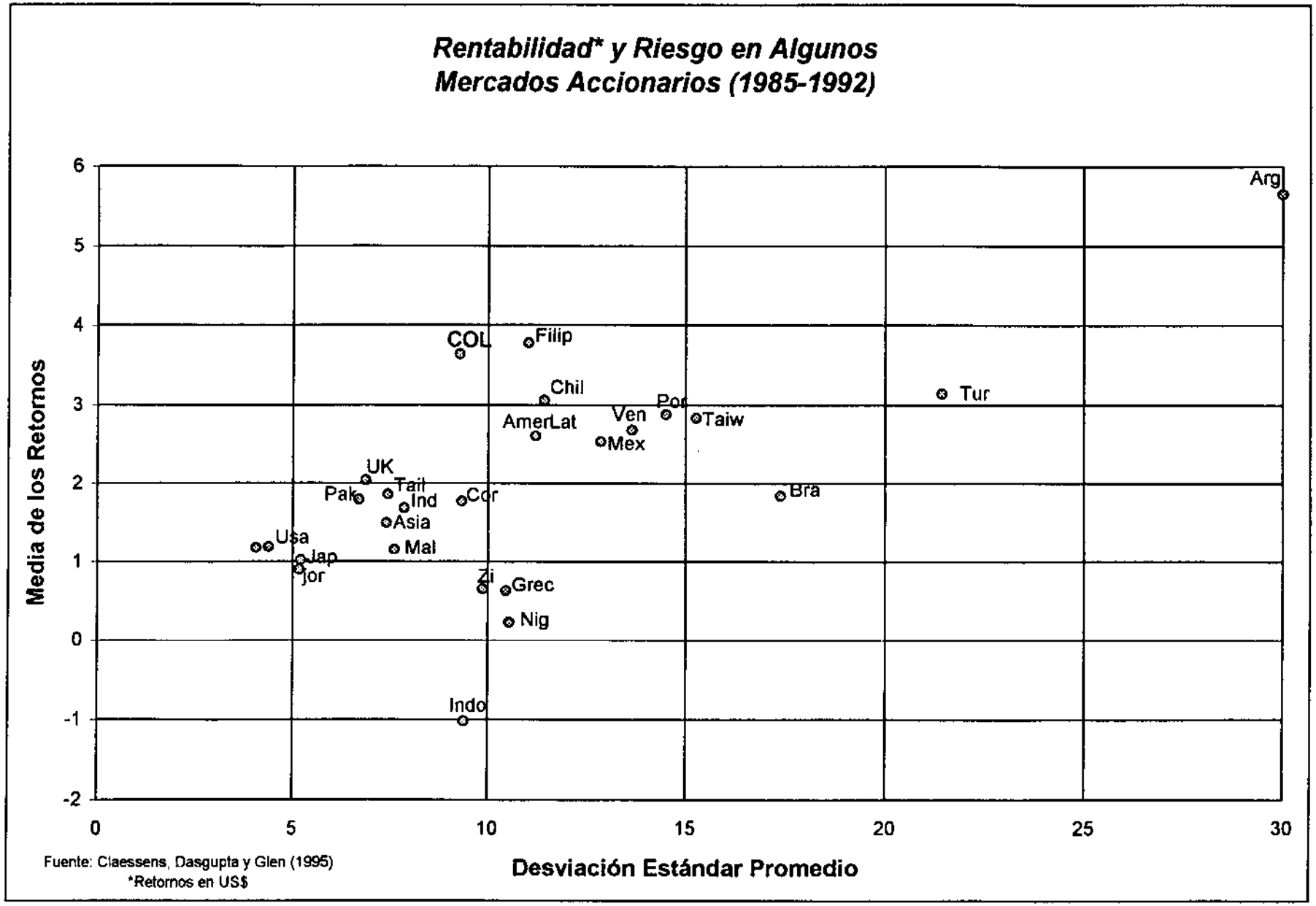
World Bank. **World Development Report 1995**.

eficiencia en la valoración de activos. En esta sección se presentan las cifras; la próxima sección discute algunas de las implicaciones.

Para medir la rentabilidad normalmente se utiliza el cambio porcentual en el precio de las acciones ajustado por dividendos (y otros factores como la división de acciones). Como indicador de riesgo se utiliza la desviación estándar (o la varianza) de los retornos. Los mejores resultados se obtienen a partir de cifras mensuales anualizadas para un conjunto de acciones representativas del mercado. El índice de Sharpe se define como la relación entre la tasa de retorno (promedio o esperada) y la desviación estándar de la tasa de retorno. Por supuesto, da una excelente idea acerca del conflicto entre retorno y riesgo.

Varios estudios recientes calculan estos indicadores para un grupo amplio de países desarrollados y en desarrollo. Por ejemplo, Claessens, Dasgupta y Glen (1995) utilizan datos mensuales entre enero de 1985 y diciembre de 1992, y encuentran que Colombia tiene el índice de Sharpe más alto en una muestra grande de países. Como se aprecia en el Gráfico 13, la tasa de retorno en el mercado colombiano fue una de las más altas durante el período en cuestión, mientras que su riesgo (desviación estándar) es similar al promedio. En términos más generales, los resultados muestran que los rendimientos en los mercados emergentes (al igual que las desviaciones estándar) son más altos que en los países desarrollados. Más aún, el conflicto entre retorno y riesgo es más agudo en los primeros que en los segundos. Merece resaltarse que hay una aparente diversificación de riesgos entre mercados emergentes ya que la desviación estándar para el índice compuesto de estas economías es menor que la correspondiente a casi todos los mercados individuales. Por su parte, Beckaert (1995) obtiene conclusiones similares. En su

Gráfico No.13



muestra (1986-1992), Colombia aparece junto a Chile y México como los mercados en los que el 'tradeoff' entre retorno y riesgo es más favorable (alto retorno y bajo riesgo)[20].

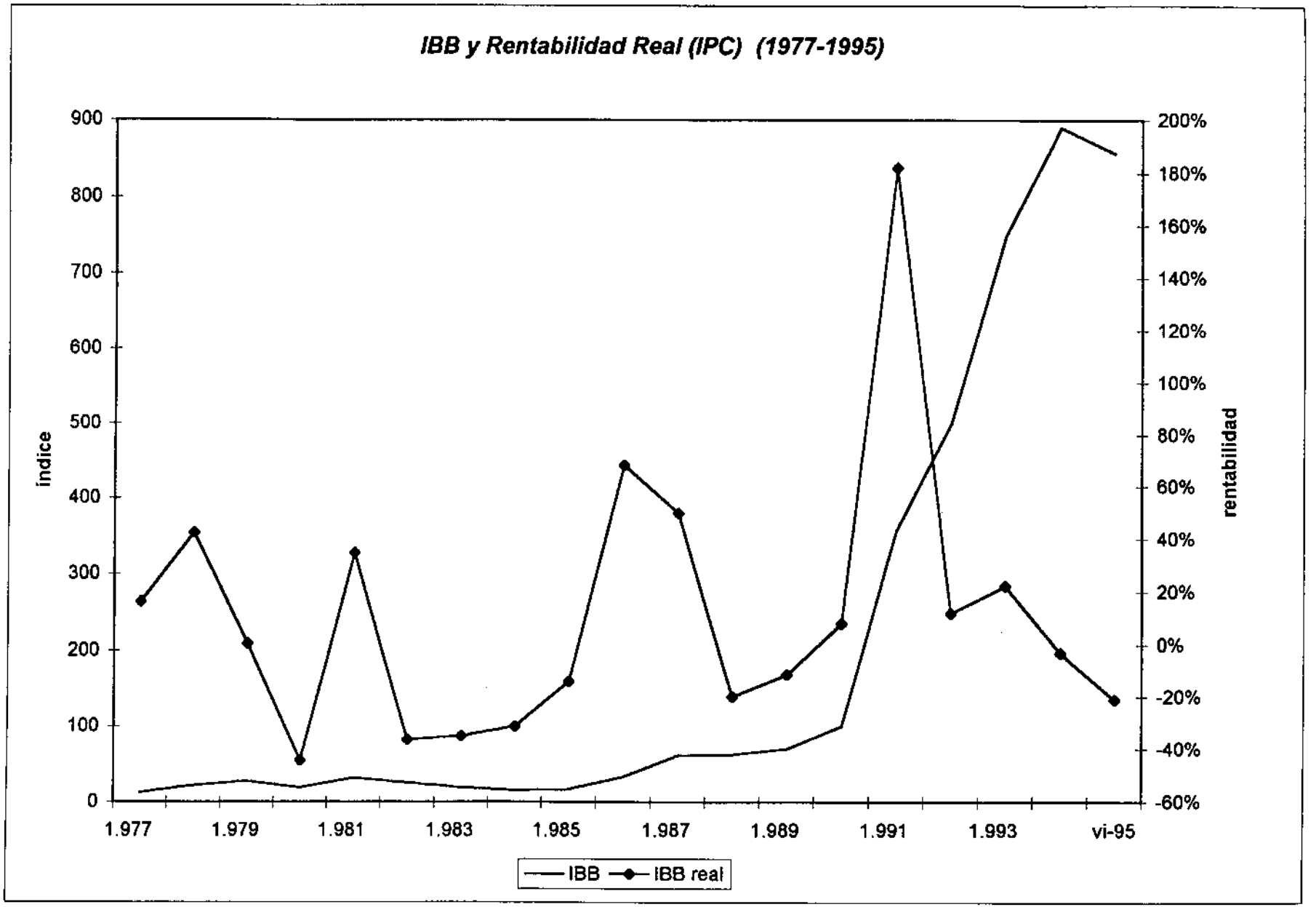
La evolución de la rentabilidad de las acciones en pesos constantes (medida a través de las variaciones porcentuales del Indice de la Bolsa de Bogotá) durante el período (1977-1995) puede apreciarse en el Gráfico 14. Es claro que la rentabilidad ha registrado grandes fluctuaciones. Una de las más pronunciadas es la que se registró a comienzos de la presente década en la que se elevaron de forma espectacular los precios de las acciones. No cabe duda que los datos promedio 1985-1992 utilizados en las comparaciones internacionales reflejan este hecho.

E. Eficiencia en la valoración de activos

Si bien el comportamiento de la rentabilidad y el riesgo dan información importante acerca del mercado bursátil, resulta todavía más relevante analizar hasta qué punto los mecanismos de determinación de precios son eficientes. Es decir, es preciso saber hasta qué punto el comportamiento observado de los precios de las acciones refleja alguna anomalía (e.g., estacionalidades), o es altamente predecible, en cuyo caso se puede afirmar que el mercado es ineficiente. En un trabajo reciente, Claessens, Dasgupta y Glen (1995) analizan las propiedades de los retornos en diferentes mercados accionarios. Al analizar el sesgo y la curtosis de los retornos para un grupo de paises concluyen que las tasas de retorno no estan normalmente distribuidas (las distribuciones tienen 'colas' muy amplias). La prueba de Jarque-Bera permite rechazar la hipótesis

[20] Levine y Zervos (1995) y Levine y Demirgüç-Kunt (1995) estiman la volatilidad del mercado bursátil a partir de la desviación estándar de los retornos del mercado en los últimos doce meses. Como es de esperarse, los resultados son más favorables para Colombia debido probablemente al récord de estabilidad macroeconómica. En efecto, dentro del total de 37 países para los cuales se efectúa la medición, la volatilidad promedio estimada para el período 1986-1993, del orden de 6%, es igual a la de Chile y una de las más bajas del continente. Países como Argentina (34%), Brasil (25%), Venezuela (13%) y México (10%) muestran menos estabilidad que Colombia. Según los autores, la volatilidad disminuye a medida que aumenta el tamaño y la liquidez del mercado. Argentina y Brasil son buenos ejemplos de mercados volátiles y pequeños, mientras que Japón y Malasia son representativos de mercados estables y grandes (Colombia es entonces una excepción al regla en este aspecto).

Gráfico No.14



de normalidad en 18 economías emergentes, incluida Colombia (aunque esto también es cierto en los países desarrollados). Con relación a la estacionalidad, los autores encuentran que los rendimientos en el mercado colombiano son anormalmente altos en el mes de marzo[21].

Una forma simple de aproximarse a la predictibilidad del mercado se obtiene a través de los coeficientes de autocorrelación de las tasas de retorno. En el mismo estudio, se encuentra que Colombia tiene la mayor autocorrelación serial de primer orden en la muestra de periodicidad mensual (0.49), y que las primeras doce autocorrelaciones son en su conjunto significativamente diferentes de cero[22]. Por su parte, Harvey (1995) al utilizar una muestra de 41 países (20 de los cuales son economías emergentes) para el período 1979-1992, encuentra que sólo cinco países industrializados presentan autocorrelaciones de primer orden superiores al 10% (ver Cuadro 3). La situación para las economías emergentes es opuesta. De nuevo, Colombia aparece como el país con la mayor autocorrelación de primer orden[23].

En suma, de acuerdo con Buckberg (1995) los mercados emergentes se caracterizan por tener retornos supranormales, poco correlacionados con los del mercado internacional[24] (y sin ninguna correlación entre sí), autocorrelacionados y volátiles (esto último debido a que los mercados son pequeños y/o al bajo volumen de transacciones). También se observa una tendencia

---

[21] Para probar esta hipótesis utilizan la prueba de Kruskal-Wallis.

[22] Para probar esta hipótesis utilizan la prueba Q de Ljung-Box.

[23] Para complementar esta información se reestimaron dichas autocorrelaciones con datos mensuales desde enero de 1991 hasta marzo de 1995. Los resultados indican que el coeficiente de autocorrelación de primer orden se mantiene inalterado (0.49), lo que sugiere una elevada capacidad para predecir los retornos con base en información pasada.

[24] De acuerdo a las estimaciones de Harvey (1994), el β para el retorno en el mercado colombiano vis-à-vis el del portafolio internacional no es estadísticamente diferente de cero. Más aún, las correlaciones móviles (5 años) de los retornos en el mercado local y los del mercado internacional son sistemáticamente bajas. En otros países (como México) la sensibilidad a factores internacionales ha sido creciente.

Cuadro No.3

LAS DOCE ECONOMÍAS EMERGENTES CON AUTOCORRELACIÓN DE PRIMER ORDEN SUPERIOR AL 10%

PAÍS	AUTOCORRELACIÓN	
	de Primer Orden	de Segundo Orden
Colombia	0.49	0.16
Filipinas	0.33	0.02
Indonesia	0.30	0.24
Pakistán	0.27	-0.24
Venezuela	0.27	0.18
Portugal	0.27	0.03
México	0.25	-0.08
Turquía	0.24	0.10
Chile	0.17	0.26
Zimbabwe	0.13	0.15
Grecia	0.12	0.18
Tailandia	0.12	0.16

Fuente: Harvey (1994)

creciente en las relaciones precio/ganancia de las acciones. Todo ello sugiere que los retornos son excesivos y que los mercados son ineficientes y poco integrados[25].

Con todo, la predictibilidad es un síntoma pero no una prueba contundente de ineficiencia, debido a la ausencia de un modelo específico de determinación de precios de los activos[26]. Hay una amplia gama de modelos que exploran el grado de eficiencia (integración) de los mercados a partir de los modelos disponibles en la literatura.

Por ejemplo, en un trabajo reciente, Korajczyk (1995) mide el grado de integración financiera entre 24 mercados bursátiles (4 desarrollados y 20 emergentes). Cuando los mercados están plenamente integrados el precio del riesgo debe ser el mismo independientemente de la localización del activo. En este caso se dice que la valoración del riesgo es eficiente. Por el contrario, cuando existen barreras, como por ejemplo restricciones a la movilidad de capitales, pueden surgir diferencias en la valoración del riesgo entre países. En este caso, es posible que los precios domésticos del riesgo presenten desfases con relación al precio del riesgo en los mercados internacionales de capitales.

De acuerdo con los modelos tradicionales de valoración de activos, como el ICAPM y el APT[27], el retorno esperado en cada activo está linealmente relacionado con un portafolio de referencia (o con una combinación lineal de portafolios). Si los modelos son correctos, el portafolio de referencia o combinación de portafolios debe ser capaz de explicar el retorno esperado sistemático por encima de la tasa de retorno del activo libre de riesgo. Las desviaciones

[25] Esto es preocupante ya que eleva el costo de uso del capital y limita la capacidad del mercado bursátil para financiar la inversión.
[26] En teoría los retornos deberían ser aleatorios o impredecibles.
[27] International Capital Asset Pricing Model y Arbitrage Pricing Theory, respectivamente.

sistemáticas frente a los retornos esperados se consideran desfases en la valoración del precio del riesgo[28].

Las estimaciones de desfase en la valoración del riesgo sirven para medir el grado de integración del mercado de capitales. Cuando los desfases son mayores es posible que la información de las empresas sea precaria, que los costos de transacción sean altos o que existan barreras a los movimientos de capitales. En este sentido mayores desfases reflejan menor desarrollo del mercado de capitales.

Al realizar las estimaciones, Korajczyk (1995) encuentra que los precios de los activos en los países latinoamericanos presentan las mayores desviaciones frente a las predicciones de los modelos[29]. Por ejemplo, de acuerdo con el modelo APT, Colombia se ubica como el sexto país con el mayor desfase (cuando se utiliza el ICAPM ocupa la posición décima). Cabe anotar que, en todo caso, Colombia junto con Chile son los países del hemisferio con menor desfase. Argentina, Brasil, México y Venezuela los superan ampliamente. Como se ve en el Gráfico 15 el desfase en la valoración del riesgo guarda una relación positiva con la volatilidad en los retornos.

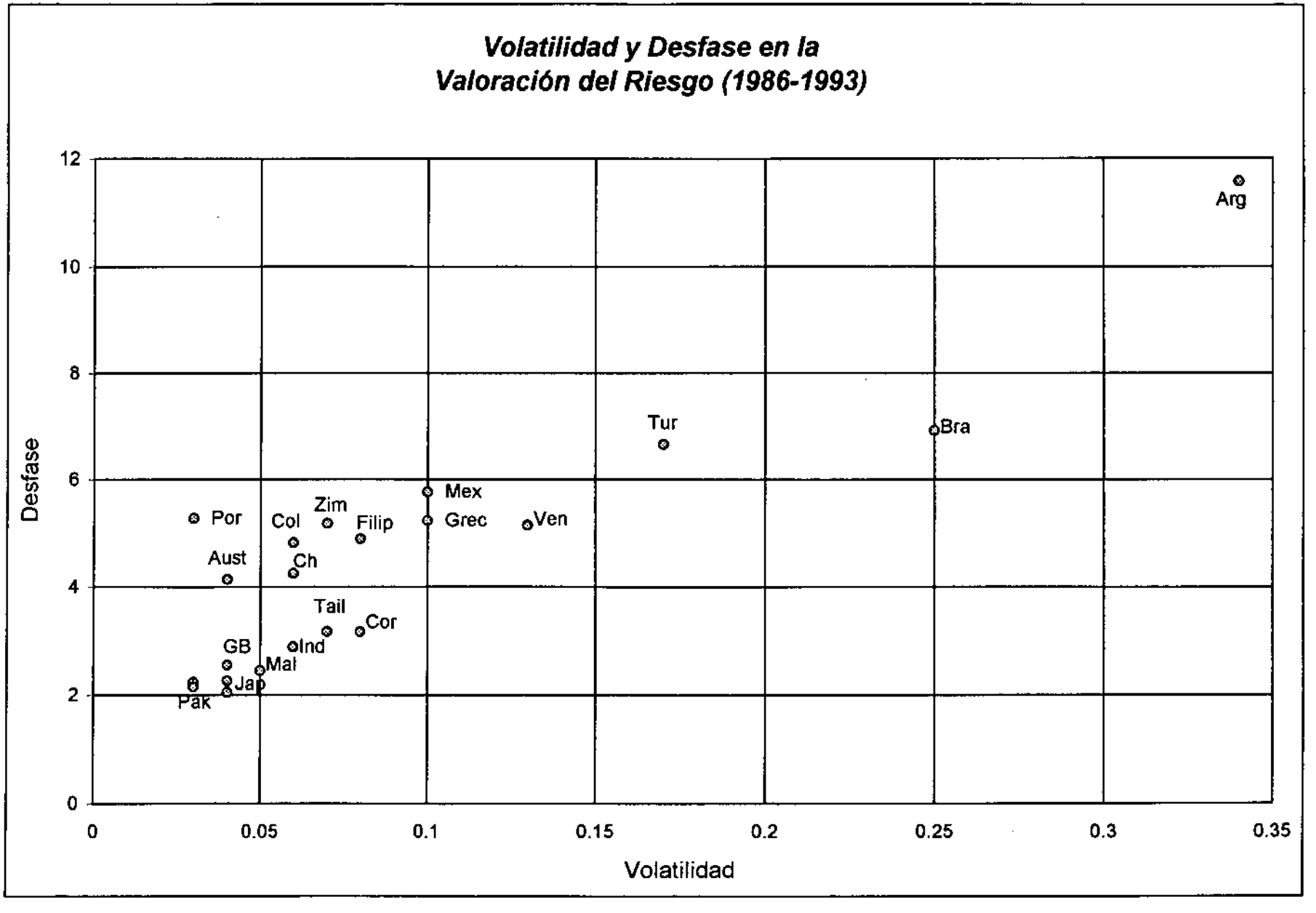
Desde otro ángulo, Beckaert (1995) analiza la falta de integración del mercado colombiano a partir de la estimación de una ecuación en la que el retorno en dólares en las bolsas colombianas (por encima de la rentabilidad libre de riesgo en los Estados Unidos) es función de la misma variable rezagada, la tasa de dividendos locales, y tres variables para los Estados Unidos

---

[28] Como queda implícito en la nota 20, Harvey (1994) rechaza el modelo ICAPM unifactorial para 14 mercados emergentes, entre ellos Colombia. No obstante, Buckberg (1995) estima un modelo ICAPM 'condicional' (en el que se calculan los retornos esperados ex-ante) y obtiene un coeficiente β alto (0.92) para Colombia.

[29] Es necesario anotar que estos modelos han recibido fuertes críticas respecto a su capacidad para describir adecuadamente el proceso de determinación de precios de activos. Estas críticas se refieren principalmente a la especificación de la función de utilidad, a la transparencia de información y a los supuestos acerca de la distribución de los rendimientos. En segundo lugar, puede darse el caso en el que el portafolio de referencia (o "benchmark portfolio") que se utiliza para medir el riesgo esté mal especificado. En tercer lugar, los mercados de capitales pueden no estar integrados. Por último, pueden presentarse problemas con la información sobre rendimientos, causados principalmente por iliquidez o baja bursatilidad de los activos que componen el portafolio.

Gráfico No.15



(el exceso de retorno, la tasa de dividendos y la tasa de interés relativa a su promedio móvil de un año). Los resultados indican que el modelo es exitoso en predecir el comportamiento de la variable dependiente. Sin embargo, encuentra que la predictibilidad es atribuible sobre todo a los factores locales y no a las variables internacionales[30].

F. Indicadores Institucionales y de Regulación

Levine y Demirgüç-Kunt (1995) construyen (a partir de datos de la CFI) un indicador (algo precario) del grado de desarrollo institucional y regulatorio de los mercados de capitales. Este índice incluye información sobre la obligatoriedad por parte de las compañías inscritas en las bolsas de valores de publicar la información con respecto a relaciones precio-ganancia, los estándares contables, la calidad de las leyes que protegen al inversionista, la existencia de una comisión bursátil o de valores, las restricciones legales y operativas a la repatriación de dividendos y capital por parte de inversionistas extranjeros y, por último, la existencia de restricciones sobre inversiones a nivel doméstico por parte de inversionistas extranjeros.

De acuerdo con los resultados para veinte economías emergentes, Colombia ocupa el lugar once como país con menor desarrollo institucional. Malasia, México, Corea, Brasil y Chile tienen todos indicadores altos, lo que refleja una mayor fortaleza institucional y menores trabas a las entradas de capitales. Nigeria, Zimbabwe, Grecia e Indonesia están en el grupo de países peor clasificados en esta materia.

G. ¿Qué enseñan las comparaciones internacionales?

Para sintetizar la información descrita en las secciones anteriores vale la pena calcular un indicador global del grado de desarrollo del mercado de capitales en 1994, basado en las

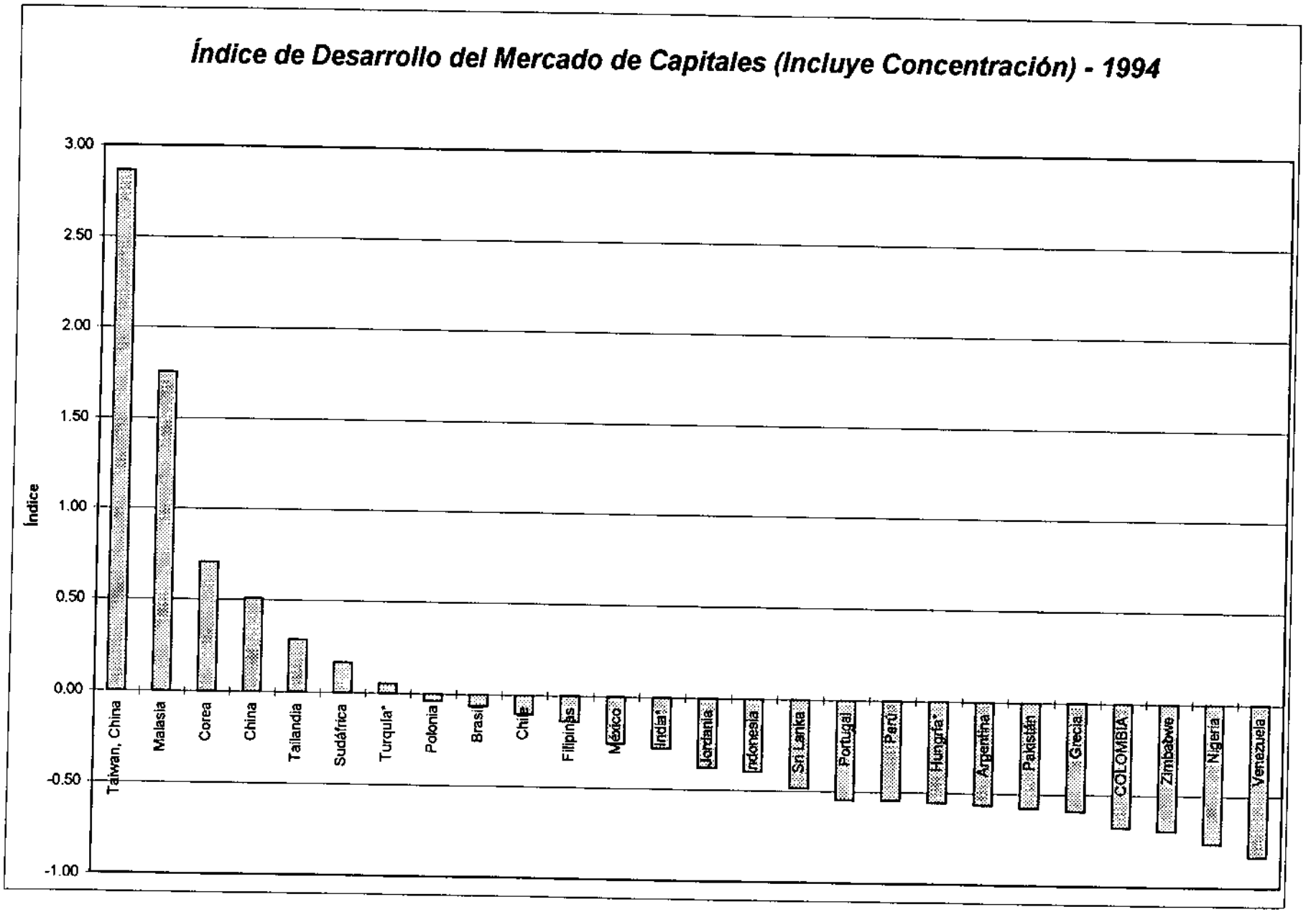
[30] Para ello utiliza una prueba Wald de predicitibilidad conjunta.

desviaciones de cada indicador (en cada país) frente a la media internacional[31]. El Gráfico 16 muestra los resultados de esta medida global construida a partir de los índices de bursatilidad, capitalización bursátil/PIB, valor de las transacciones/PIB y concentración del mercado (participación sobre la capitalización bursátil de las diez acciones más grandes) para 26 economías 'emergentes'. Los resultados indican que el mercado bursátil colombiano fue en 1994 el cuarto menos desarrollado. El índice de Colombia sólo es mejor que el de Venezuela, Nigeria y Zimbabwe. Sobra decir que los resultados para Colombia contrastan con los de los países del sudeste asiático (especialmente Taiwan, Malasia, Corea, China y Tailandia).

En síntesis, los motivos de preocupación por el atraso del mercado de capitales colombiano son múltiples. El mercado accionario colombiano es pequeño, poco líquido y presenta un valor total de acciones transadas como proporción del PIB muy bajo. La pregunta obligada es, entonces, ¿qué se puede hacer para superar esa situación?. Las comparaciones internacionales presentadas en las secciones anteriores pueden ayudar a encontrar una respuesta. En efecto, estudios como el de Levine y Demirgüç-Kunt (1995) identifican una serie de regularidades empíricas que vale la pena tener en cuenta. En primer lugar, existe una correspondencia entre el nivel de desarrollo del mercado bursátil y el ingreso per cápita de los países. Con algunas excepciones, los países con menor ingreso per cápita tienden a poseer mercados bursátiles menos desarrollados. Sin embargo, no se pueden descartar otros factores diferentes al tamaño general de una economía, como el entorno institucional y regulatorio, que afectan el grado de desarrollo del

[31] En particular, de acuerdo con la metodología utilizada por Levine y Demirgüç-Kunt (1995) se puede definir la medida como $X^m = \frac{x_a^m - \bar{x}_a}{|\bar{x}_a|}$, donde a se refiere al indicador y m al país. Una vez calculados estos valores para cada país se promedian para obtener un índice global.

Gráfico No.16



mercado de capitales. Por ello, algunas economías emergentes tienen mercados más desarrollados que las de ciertos países industrializados.

En segundo lugar, la capitalización bursátil como porcentaje del producto está positivamente relacionada con el valor total transado/PIB, así como con los indicadores institucionales y de regulación. Como se mencionó, la correlación es negativa entre los indicadores de volatilidad y de desfase en la valoración eficiente de activos. De esta forma, las correlaciones muestran que los países con mercados grandes son menos volátiles, más líquidos y valoran en forma más eficiente los activos.

En tercer lugar, el estudio encuentra que la concentración de mercado guarda una correlación negativa con la capitalización bursátil y con los indicadores de liquidez. Asimismo, encuentra que a mayor concentración, mayores los desfases en la valoración eficiente de activos. Por lo tanto, los países con indicadores de concentración altos, como por ejemplo Colombia, tienden a poseer mercados más pequeños, presentar menor volumen de transacciones y a valorar en forma menos eficiente el riesgo.

Esto implica que no hay soluciones fáciles. Es necesario desconcentrar el mercado (lo cual puede lograrse mediante instrumentos tributarios o facilitando la participación de inversionistas extranjeros), fortalecer la integración del mercado (la cual depende de la eliminación de las restricciones legales y administrativas que dificultan la movilidad de capitales de portafolio) y ampliar el tamaño del mercado (que, como se mostró, puede ser impulsado mediante una agresiva política de privatizaciones).

III. Evolución del Mercado Bursátil en Colombia: Las Políticas

A partir de la información presentada en la sección anterior es fácil identificar dos períodos claramente diferenciados en la evolución del mercado bursátil colombiano. El primero de ellos, que va desde 1950 hasta la segunda mitad de los años ochenta, se caracteriza por un continuo deterioro en los indicadores utilizados para su medición. En el segundo, que coincide con la primera mitad de la presente década, se ha registrado una mejoría. Sin embargo, este cambio en la tendencia ha sido insuficiente para modificar el relativo atraso en el contexto internacional. Evidentemente estas tendencias han tenido alguna relación con las decisiones de política económica. Esta sección tiene como propósito establecer un paralelo entre el desempeño del mercado bursátil y las medidas de política adoptadas a lo largo del período.

Como se mencionó en la introducción, existe un número significativo de trabajos en los que se exploran las causas del deterioro del mercado bursátil en Colombia. Aunque no hay pruebas rigurosas de las hipótesis, la argumentación tiene un buen sustento lógico y conceptual. Especial atención se le ha dado a los aspectos relacionados con la política tributaria, así como a la escogencia (muchas veces implícita) de modelo de desarrollo para el mercado de capitales. En la terminología utilizada en el capítulo de Trujillo (1995, Misión de Estudios del Mercado de Capitales), el mercado de capitales optó por un esquema bancario o intermediado (al estilo alemán), en oposición a un sistema basado en los instrumentos de mercado (como los bonos y las acciones), también denominado mercado de capitales no bancario. Este último, por supuesto, es el prevaleciente en los países anglosajones.

La política financiera

Esta decisión se remonta a los primeros años de la posguerra cuando se inició la discusión de las reformas al Banco de la República que lo convertirían en un banco de fomento. Según Meisel (1990) e Ibáñez (1990) estas reformas fueron originalmente planeadas en un proyecto de ley presentado por el senador Jorge Eliécer Gaitán al Congreso de la República en 1947. Posteriormente, en 1949 el Gobierno Nacional contrató a los expertos Richard Grove y Gerald Alter (de la Reserva Federal de los EE.UU.) para que lo asesoran en la materia y quienes coincidieron en la necesidad de reestructurar al Banco de la República[32]. De otra parte, la Misión del Banco de Reconstrucción y Fomento (Banco Mundial), liderada por Lauchlin Currie, señaló la importancia de adecuar al sector bancario para posibilitar un mayor financiamiento de la inversión. Desde el punto de vista del sector privado, la ANDI también ejerció una gran influencia para posibilitar la obtención de recursos de largo plazo por fuera del mercado bursátil (Hommes, 1989). Había entonces un gran consenso en torno al necesidad de modificar el esquema prevaleciente desde la Misión Kemmerer (Ley 45 de 1923), en el cual la banca comercial solamente podía realizar operaciones de corto plazo (es decir, limitarse al denominado mercado monetario).

En respuesta a todas las recomedaciones, la legislación financiera se acomodó rápidamente para introducir los cambios necesarios. La decisión de mayor envergadura fue la transformación en 1951 del Banco de la República en banco de fomento[33]. Así las cosas, la consecución de capital en el mercado bursátil fue paulatinamente reemplazada por el crédito de fomento que brindaba el Banco de la República. Es un lugar común en la literatura encontrar afirmaciones en las que se

[32] Las recomendaciones fueron recientemente publicadas en *Banca y Finanzas*, 2, abril, 1986.
[33] Decreto Ley 756 de 1951.

señala este cambio en la legislación (y en las funciones del Banco de la República) como uno de los principales obstáculos al desarrollo del mercado accionario en Colombia.

Sin embargo, vale la pena aclarar que el crédito de fomento no constituía, en sentido estricto, un crédito subsidiado. Aunque es indudable que las tasas de interés de redescuento otorgadas por el Banco de la República eran inferiores a las tasas prevalecientes en el mercado nacional, es cierto que expresadas en dólares dichas tasas fueron por lo general muy superiores a las existentes en el mercado internacional. En este sentido, el crédito de fomento actuaba como una válvula de escape parcial a las distorsiones introducidas por el control de capitales. Los empresarios colombianos habrían preferido probablemente el libre acceso al crédito externo.

De otra parte, el cambio en la legislación financiera fue complementado de manera coherente con la reforma tributaria de 1953. Estas dos reformas dieron origen a una modificación profunda en la estructura económica colombiana. A partir de ese momento se estimuló la formación de grupos económicos, basados en un 'matrimonio' entre el sector real y el sector financiero[34]. Para el funcionamiento de las empresas del sector real resultaba útil tener una filial en el sector financiero que intermediara los recursos de crédito de fomento del Banco de la República. Esta tendencia se fortaleció en 1957 con la creación de las corporaciones financieras cuyo propósito era canalizar el ahorro interno hacia la inversión directa y/o el otorgamiento de créditos de mediano y largo plazo.

Posteriormente, en 1973 la creación del sistema UPAC actuó en la misma dirección. No sólo se le arrebataron al mercado bursátil los ahorradores individuales que antes invertían sus

[34] Este punto ha sido mencionado, entre otros, por Hommes (1989) y Caballero (1995).

excedentes en acciones[35] sino que se profundizó el proceso de financiación de la inversión (en construcción y vivienda) a través de intermediarios por oposición a los instrumentos de mercado.

En este sentido, las medidas adoptadas consolidaron una estructura económica similar al *keiretsu* (o grupo industrial) japonés[36]. Esta institución está basada en los grandes bancos que operan como eje del grupo y financian la mayor parte de la inversión de las empresas afiliadas. Con ello, los bancos se convierten simultáneamente en accionistas y acreedores de las empresas, al tiempo que mitigan algunos de los problemas de información que existen cuando la deuda y las acciones están más desconcentradas y ningún inversionista tiene el incentivo a monitorear la firma.

Lo interesante desde el punto de vista del presente estudio es que el desarrollo futuro del mercado de capitales en Colombia está condicionado por su estructura actual, caracterizada por la intermediación de recursos de mediano y largo plazo a través del sistema bancario, y la existencia de un virtual matrimonio entre el sector financiero y el sector real. Es decir, incluso con la eliminación de las distorsiones que generaban un estímulo a la financiación vía deuda no es probable que la estructura del mercado de capitales sufra una modificación de importancia. Muy por el contrario, una vez en marcha se generan fuerzas propias al sistema que hacen que cada vez se mejore el desempeño de las labores de intermediación. Este un ejemplo más de cómo la decisiones pasadas tienen fuerte incidencia sobre el futuro en la medida en que se generan dinámicas que es demasiado costoso reversar[37]. Este punto se retoma en las conclusiones. En la

---

[35] Esta sustitución se debió en parte al escaso grado de indexación de los precios de las acciones.

[36] Hoshi et al. (1991) explican las caracteristicas de este sistema, con especial énfasis sobre sus implicaciones para el financiamiento de la inversión.

[37] Hay una analogía entre este punto y la literatura de 'patrón dependencia' desarrollada por los historiadores. El ejemplo típico es el teclado QWERTY que si bien no es el mejor arreglo de las teclas de una máquina de escribir (en términos de eficiencia) es virtualmente imposible de cambiar. Ejemplos como éste abundan. Véase Krugman (1994, cap. 9).

sección siguiente se discuten las medidas tributarias que acompañaron los cambios financieros introducidos en los años cincuenta.

La política tributaria

La reforma tributaria de 1953 fue el complemento lógico a las medidas descritas en la sección anterior. Por medio de ella se instauró la doble tributación y se le dieron ventajas tributarias al endeudamiento. Con esta reforma, las utilidades de las sociedades anónimas y limitadas empezaron a tributar en cabeza tanto de la sociedad como de los socios[38].

Adicionalmente, por medio de la reforma de 1953 se adoptó una compleja estructura tarifaria aplicable a las sociedades anónimas (basada en 43 tramos tarifarios diferentes). Para las sociedades limitadas, por el contrario, legisló una tarifa única del 3%[39]. En consecuencia, se desestimuló la creación de nuevas sociedades anónimas y la capitalización de las ya existentes por medio de emisión de acciones. Sin duda, el tratamiento tributario diferencial por tipo de sociedad y la doble tributación incidieron en la menor dinámica del mercado accionario.

Por su parte, la reforma tributaria de 1974 no mejoró la situación de las sociedades anónimas y ni la de dicho mercado[40]. Se mantuvo el tratamiento diferencial por tipo de sociedad al establecer una tasa de 40% sobre las utilidades de las sociedades anónimas y de 20% sobre las utilidades de las sociedades limitadas. Con ello se incentivó la creación de este último tipo de sociedad. Algunos autores han señalado que la aceleración de la inflación durante la primera mitad

[38] Carrizosa (1986) ha argumentado que la reforma de 1953 tenía tanto un fundamento jurídico como uno económico. Desde un punto de vista jurídico se argumentó que si la persona natural era diferente a la persona jurídica, entonces debían ser gravadas independientemente. El argumento económico estaba basado en principios que hoy en día no son aceptados. Se supuso que el ingreso de una sociedad y lo que paga a sus socios constituían dos tipos de actividad económica diferentes.

[39] Posteriormente, por medio de Ley 81 de 1960 se hizo más compleja la estructura tarifaria de las sociedades limitadas.

[40] Carrizosa (1986, p.60).

de los años setenta también contribuyó a desestimular el mercado accionario. Este es el tema de la próxima sección.

La inflación como causa del deterioro del mercado accionario

Restrepo, Serna y Rosas (1983) analizan los efectos del incremento en la tasas de interés y en la inflación durante los años setenta[41]. De acuerdo con sus conclusiones la deducibilidad de intereses (por medio de la cual se descontaba el componente inflacionario del costo financiero para efectos tributarios) y el deterioro de los precios reales de las acciones contribuyeron a deprimir el mercado bursátil. En sus estimaciones, existe evidencia de una relación inversa entre la inflación y la participación de los aportes de capital en la financiación de las empresas. De acuerdo con los datos analizados, los rendimientos reales de los títulos de renta fija aumentaron en mayor proporción que los rendimientos de las acciones (en parte porque los dividendos se estancaron en términos nominales además de estar tributariamente castigados).

Por lo anterior, no es sorprendente que un estudio de la Superintendencia de Sociedades (1981) documente un cambio estructural en la financiación de las sociedades anónimas manufactureras. En efecto, la participación de las acciones en la financiación de dichas sociedades pasó de 27.8% en los años sesenta a solo 4.8% en los setenta. Como resultado, la relación deuda/activos de las sociedades anónimas se elevó de 43% en 1970 a 58% en 1979.

La mayor fragilidad financiera de la sociedad anónima contribuyó a afianzar el 'matrimonio' entre los sectores financiero y real. De acuerdo con Restrepo, Serna y Rosas (1983), ante el reducido margen de maniobra y la menor capacidad de negociación de la empresas industriales, algunos bancos tomaron posiciones de control en el sector real. Asimismo, el bajo rendimiento de las acciones frente a otras alternativas de inversión no sólo desestimulaba la

[41] Carrasquilla (1992) y Barrera (1992) analizan las causas de la aceleración de la inflación en los años setenta.

emisión sino que además constituía un atractivo para intentar la toma del control de otras sociedades. Recientemente, en un trabajo sobre fusiones y adquisiciones de empresas, Fernández (1995) estima que los precios reales de las acciones entre 1978 y 1984 fueron la quinta parte de los de comienzos de los setenta o de los de los dos últimos años. Esto sin duda alguna explica el hecho de que entre 1977 y 1983 se hubiera desatado una intensa actividad de adquisiciones o de intentos de adquisiciones.

Es posible que como consecuencia de la fragilidad financiera de la sociedad anónima, del cambio en la estructura patrimonial de las empresas y de la reducción en su tributación (asociada con el alto endeudamiento), se hayan adoptado las primeras medidas encaminadas a revertir el deterioro del mercado accionario. Sin embargo, como se verá a la luz de los resultados, las medidas iniciales fueron poco efectivas para revitalizarlo.

Los primeros cambios en la política de desestímulos

Dada la situación de endeudamiento de la sociedad anónima, en 1979 se establecieron algunas medidas de fomento a la capitalización empresarial por medio de la denominada Ley de Alivio Tributario[42]. En dicha ley se permitió a las sociedades deducir de su renta las inversiones en acciones de nuevas sociedades anónimas creadas "para cumplir nuevos desarrollos empresariales" que a juicio del CONPES contribuyan al empleo y descentralización industrial y que además estuviesen inscritas en bolsa[43]. Sin embargo, de acuerdo con los datos reportados por Restrepo, Serna y Rosas (1983) el nivel de endeudamiento alcanzado por las empresas empeoró hasta alcanzar un nivel de 71.7% en 1981[44].

[42] Ley 20 de 1979.
[43] Junguito y Martínez (1981) hacen un análisis de las medidas contenidas en dicha ley.
[44] La delicada situación de la sociedad anónima originó una intensa discusión entre los analistas. El Simposio sobre la Sociedad Anónima, organizado por la Bolsa de Medellín (abril de 1981) recoje algunas de las propuestas.

Un segundo alivio a la situación del mercado bursátil provino de la reforma tributaria de 1983 en la que se disminuyó la tributación integrada de las sociedades anónimas (en parte para contrarrestar los efectos de la crisis financiera de 1982 sobre las empresas altamente endeudadas). La reforma tributaria moderó el tratamiento diferencial por tipo de sociedad y permitió descontar del monto del impuesto a la renta un porcentaje (entre 10% y 34.1%) de los dividendos recibidos. Sin embargo, la eliminación plena de la doble tributación sólo se produjo en 1986 cuando el mercado accionario prácticamente había desaparecido.

Los cambios tributarios de fondo

Con todo, el giro radical en la política frente al mercado accionario fue la promulgación de la Ley 75 de 1986, por medio de la cual se buscó incentivar la financiación por emisión de acciones a través de diversos mecanismos:

- Eliminación gradual de la deducibilidad del componente inflacionario de los intereses como costo. Sin embargo, esta eliminación, que debía proceder en forma gradual (10% anual durante 10 años) y aplicarse sólo sobre el componente inflacionario de los intereses, se congeló en 30% entre 1988 y 1991. A partir de 1992, de acuerdo con lo contemplado en el Decreto 2686 de 1988, se reanudó el proceso, que debe alcanzar el 100% en 1998[45].

- Nivelación gradual de la tarifa de renta aplicable a las sociedades anónimas y limitadas (reducción en cuatro años del 40% al 30% para las primeras y elevación del 18% al 30% para las segundas).

- Eliminación de la doble tributación.

Las medidas tributarias introducidas en la reforma de 1986 se complementaron con la expedición del Decreto 1321 de 1989, por medio del cual se eliminó el impuesto al patrimonio sobre las acciones (con vigencia a partir de 1992) y de la Ley 49 de 1990 por medio de la cual se

[45] Revista del Banco de la República. Notas Editoriales, Abril de 1991. p.V. Los decretos 2686 y 2687 de 1988 se conocen como la 'contrareforma' explicada por la relativa inflexibilidad de las empresas para ajustarse instantáneamente a los cambios en los costos financieros luego de la reforma de 1986. Con ello se prolongó por un período más largo la ventaja tributaria del endeudamiento como fuente de financiación. Sin embargo, la eliminación del componente inflacionario de los intereses y demás gastos financieros se hace total en 1995.

estableció que la rentabilidad que se obtiene como producto de la valorización al vender en bolsa una acción, no sería gravada con el impuesto de renta ni de ganancia ocasional. Asimismo, la mencionada ley exoneró del impuesto a la renta y complementarios a los Fondos de Inversión, de Cesantías, Pensiones y Valores.

Por su parte, la reforma tributaria de 1992 estableció ciertas ventajas para los contribuyentes que inviertan un 15% de su renta gravable en: i. acciones y bonos de sociedades cuyas acciones hayan registrado un índice de bursatilidad alto[46]; ii. acciones que conformen el segundo mercado[47]; iii. en sociedades de economía mixta o privadas que tengan como objeto exclusivo la prestación de servicios públicos de acueducto, alcantarillado, aseo, gas y/o generación de energía; iv. en participaciones o bonos de largo plazo en cooperativas; v. en ahorro voluntario en fondos de pensiones u otras formas de ahorro contractual a largo plazo destinado al cubrimiento de pensiones. Bajo estas circunstancias el contribuyente puede solicitar un descuento del 50% sobre la contribución especial del impuesto de renta que estableció la reforma para el período 1993-1997[48].

Es indiscutible que las medidas tributarias explican, al menos parcialmente, la recomposición de las fuentes de financiamiento de la inversión. Según datos de la Superintendencia de Valores, las empresas redujeron su nivel de endeudamiento de 70% a 30% en diez años, a la vez que aumento la financiación con recursos propios (Veáse Tenjo, 1995, Misión de Estudios del Mercado de Capitales). Con todo, los beneficios tributarios son mayores para los

[46] Calculado por la Superintendencia de Valores.
[47] De acuerdo con lo dispuesto por la Sala General de la Superintendencia de Valores.
[48] Equivalente a un 25% del impuesto neto sobre la renta. En el caso en que la inversión que se efectúe sea de un porcentaje inferior al 15% de la renta gravable, el monto del descuento tributario disminuye proporcionalmente.

grandes accionistas (con mayor participación en la empresa y/o con mayor base gravable). Por ello, existe un claro incentivo a la capitalización de las utilidades.

Sin embargo, pese a la importancia de las medidas tributarias, el repunte reciente del mercado accionario no es atribuible exclusivamente a estas políticas (véase Steiner y Jaramillo, 1994). Es indiscutible que otros factores relacionados con la oferta y la demanda de papeles han jugado un rol fundamental. Algunos de estos factores han sido inducidos por decisiones de política mientras que otros han sido resultado de cambios en las condiciones externas de la economía. Dentro de este último grupo juega un papel preponderante la reciente y significativa entrada de capitales, la cual, como se analiza en detalle en el capítulo de Torres (1995, Misión de Estudios del Mercado de Capitales), es parcialmente atribuible a factores externos al funcionamiento mismo de la economía colombiana. Con relación a los factores internos, es indiscutible que ciertas decisiones han sido fundamentales para imprimirle mayor dinamismo al mercado accionario. En el resto de esta sección se reseñan los cambios en la legislación que pueden haber tenido algún grado de incidencia sobre el mercado, debido al cambio en la rentabilidad, a la participación de nuevos actores, a la aparición de nuevos productos y al cambio en el marco regulatorio y normativo.

Nuevos agentes

La economía colombiana ha atravesado por un intenso proceso de reformas estructurales en los últimos años. Algunas de ellas han tenido una incidencia decisiva sobre el mercado de capitales, principalmente por la vía del fortalecimiento de la demanda de papeles. La reforma laboral (Ley 50 de 1990) creó los Fondos de Cesantías, en tanto que la reforma a la seguridad social (Ley 100 de 1993) introdujo los Fondos privados de Pensiones. Estos dos tipos de fondos,

especialmente los segundos, representan un enorme potencial para la demanda de papeles con lo cual, es de esperarse, se dinamice el mercado accionario. Sin embargo, en la práctica el marco regulatorio para la operación de estos agentes ha sido sumamente restrictivo, por lo que sus efectos sobre el mercado de papeles de largo plazo y especialmente aquellos de renta variable han sido apenas marginales. Los efectos de los nuevos inversionistas institucionales colombianos sobre el mercado de capitales se discuten en Lora y Salazar (1995, Misión de Estudios del Mercado de Capitales).

El paquete de reformas estructurales también incluyó la liberalización de la inversión extranjera, tanto directa como de portafolio, tradicionalmente restringida en Colombia. En efecto, la Ley 9 de 1991 permitió la inversión extranjera en todos los sectores económicos con excepciones puntuales. Con ello, se permitió a los inversionistas extranjeros poseer el 100% de la propiedad de firmas comisionistas de bolsa y se autorizó el funcionamiento de los fondos de capital extranjero con muy pocas restricciones. Asimismo, se eliminaron las limitaciones sobre la repatriación de utilidades para los fondos de inversión extranjera y los impuestos sobre dividendos y ganancias de capital.

A partir de los cambios en la legislación, las resoluciones 51, 52, y 53 del CONPES establecieron los lineamientos básicos para las actividades de los fondos de inversión externos. A los fondos extranjeros de carácter individual se les autorizó invertir en acciones, bonos convertibles en acciones y otros activos con plazos superiores a un año. A los fondos extranjeros de carácter institucional se les autorizó invertir en acciones, bonos convertibles emitidos por las Corporaciones Financieras y otros activos. En ambos casos se establecieron topes a la inversión, directa o indirecta, de 10% de las acciones ordinarias de una compañía y 25% si se trata de

acciones preferenciales[49]. Por último, en otro plano también relacionado con la demanda, la Resolución 608 de 1990 de la Superintendencia de Valores permitió que las firmas comisionistas crearan fondos de acciones.

Nuevos instrumentos

La medidas recientes también han actuado sobre la oferta de nuevos instrumentos para agilizar y aumentar las transacciones en el mercado de capitales[50]. Es de destacar la Ley 27 de 1990 que introdujo las acciones preferenciales sin derecho a voto. Este instrumento busca resolver uno de los principales factores que restringe la oferta de acciones, como la aversión de los grandes accionistas a diluir el control de la empresa. Asimismo, en 1992 se estableció el marco regulatorio para las operaciones de titularización de activos[51]. Como se verá en detalle en otros capítulos, la respuesta de los intermediarios financieros frente a los nuevos instrumentos no ha sido plenamente satisfactoria.

Otras reformas han tenido también una incidencia sobre el desarrollo del mercado de capitales al imprimir mayor eficiencia y competencia. Por ejemplo, la Reforma Financiera de 1990 amplió el tipo de servicios prestados por los intermediarios financieros, particularmente a través de compañías leasing, fiduciarias y firmas comisionistas de bolsa. De otra parte, en 1991 se reguló la participación en el mercado de las firmas calificadoras de riesgo con el propósito de aumentar la eficiencia del mercado. Sin embargo, debe hacerse énfasis que la cultura de la valoración del riesgo en nuestro país aún no toma fuerza[52].

---

[49] Steiner y Jaramillo (1994, p. 33).

[50] En 1983, mediante las resoluciones 16 y 42 de 1983 de la Junta Monetaria, se introdujeron los Bonos Convertibles en Acciones (BOCEAS). Con ello, se buscó responder al deterioro patrimonial de las empresas y la dificultad de capitalización mediante los sistemas tradicionales de la retención de utilidades o la emisión de acciones.

[51] Resolución 645 de 1992, complementada por las resoluciones 455 y 1394 de 1993 y 400 de 1995.

[52] Hasta el momento sólo existe en el país una firma calificadora de riesgo.

Adicionalmente, en mayo de 1993 se liberaron las comisiones de los intermediarios bursátiles. Asimismo, se diseñó en agosto de 1994 (Resolución 707 de la Superintendencia de Valores) la estructura de funcionamiento de un segundo mercado o mercado balcón. Con la medida se busca ampliar el número de inversionistas calificados y la oferta de títulos al permitir que participen en el mercado personas jurídicas no vigiladas por las superintendencias Bancaria y de Valores.

Con todo, las anteriores medidas han sido insuficientes para producir resultados plenamente satisfactorios. Una de las modificaciones pendientes es la reforma al Código del Comercio, la cual es especialmente importante dados sus efectos sobre la emisión de papeles[53]. En efecto, las disposiciones previstas en materia de manejo de la información y de definición de las mayorías necesarias para la toma de decisiones claves como la repartición de utilidades, tienen una enorme incidencia sobre el mercado de capitales.

En materia de requisitos de información, la reforma elimina el sesgo existente en contra de las sociedades anónimas inscritas en bolsa, al obligar a todas las sociedades (anónimas y limitadas) a publicar sus estados financieros en las Cámaras de Comercio. Adicionalmente, se exige que tanto empresas de control, matrices y subordinadas registren su situación y consoliden sus estados financieros.

En lo que a la toma de decisiones se refiere, la reforma establece la mayoría simple de los votos presentes (mitad más uno) para las empresas inscritas en bolsa. Para las sociedades que no van al mercado bursátil se permiten mayorías especiales en caso de estar pactadas en los estatutos. En cuanto a la repartición de utilidades, la reforma considera que para repartir el 50% o más de

[53] La ley correspondiente fue aprobada por el Congreso en junio de 1995 pero no fue sancionada por el ejecutivo argumentando su inconveniencia e inconstitucionalidad.

las utilidades, la decisión debe tomarse con la mitad más uno de los votos. Cuando se vaya a repartir menos del 50% de las utilidades, la decisión requiere un elevado 78% de los votos.

Asimismo, la reforma permite la existencia de sindicatos de accionistas con el fin de crear mecanismos que permitan una participación más significativa de los pequeños inversionistas en la toma de decisiones de la sociedad. Por todo lo anterior, esta reforma es impostergable. Es prioritario que tanto el Ejecutivo como el Legislativo concilien sus diferencias a fin de sancionar una ley cuyo tramite ya ha sido excesivamente demorado. Son muchos los frentes en los que hay que trabajar para resolver los problemas del mercado bursátil colombiano y éste es uno de los más importantes.

V. Conclusiones

Este capítulo ha mostrado las principales características del mercado bursátil colombiano. En términos generales, se puede decir que se trata de un mercado muy pequeño en comparación con los de otros países en desarrollo. Todos los indicadores que tradicionalmente se utilizan para medir el desempeño de los mercados bursátiles son desfavorables para Colombia. La única excepción es, quizás, el indicador de volatilidad del mercado que refleja en cierta medida la relativa estabilidad macroeconómica del país. De resto, los indicadores de tamaño, liquidez, concentración y eficiencia en la valoración de activos son preocupantes. Pese a lo anterior, el mercado ha registrado un notable repunte en los últimos años. Algunos indicadores, como la capitalización y la bursatilidad, han mejorado. Otros, en cambio, como la concentración no han registrado grandes variaciones.

Es claro que el comportamiento del mercado accionario refleja las preferencias de las autoridades económicas y de los legisladores, quienes a comienzos de los años cincuenta optaron por un esquema de financiación de la inversión basado en el crédito de 'fomento' como complemento al modelo de desarrollo de sustitución de importaciones. Adicionalemente, se introdujo un sesgo tributario a favor de la deuda y en contra de la emisión de acciones. Por ello, se desarrolló un mercado de capitales bancario y se debilitaron instrumentos de mercado como las acciones.

En los últimos años se ha tratado de corregir esta distorsión, razón por la cual se ha presentado un relativo repunte en las transacciones bursátiles. Sin embargo, como resultado de las medidas recientes no se debe esperar un cambio radical en la estructura de un mercado en el que los intermediarios financieros continuarán jugando un papel preponderante. Esto es especialmente cierto a la luz de la Reforma Financiera de 1991, orientada a mejorar la eficiencia y la competitividad de los intermediarios por medio de la transición gradual del sistema hacia la multibanca o banca universal[54].

Además de las medidas tributarias, las reformas recientes han estimulado tanto la demanda por acciones (al permitir el ingreso de nuevos actores al mercado como los inversionistas institucionales, tanto nacionales como extranjeros) como la oferta de instrumentos (e.g., las acciones preferenciales y los recibos de depósito). En consecuencia, es previsible que el mercado accionario recupere la capacidad de competir con los intermediarios como fuente de financiación para la inversión. Con ello, puede contribuir efectivamente a democratizar la propiedad en Colombia, en la medida que se debiliten las razones que justificaron la fusión entre el capital finaciero y el capital industrial en el pasado.

[54] Al respecto veáse Jaramillo et al. (1995, Misión de Estudios del Mercado de Capitales).

A partir de este diagnóstico inicial, los demás documentos de la Misión de Estudios del Mercado de Capitales desarrollan en mayor detalle cada uno de los aspectos mencionados en este estudio. Estos analizan aspectos relacionados con la oferta (nuevos instrumentos, estímulos a la inscripción de empresas, emisión de acciones), con la demanda (nuevos agentes, estímulos a la inversión extranjera, reglamentación de los fondos de pensiones, etc.), y con el marco legal y normativo bajo el que se desenvuelve el mercado.

Bibliografía

Banco de la República (1991), "La Evolución del Mercado de Capitales: Requisitos Frente a la Apertura", **Revista del Banco de la República**, Abril.

Barrera, Felipe, 1992, "La Inflación de Largo Plazo en Colombia" Tesis PEG, Universidad de los Andes.

Beckaert, Geert. (1995), "Market Integration and Investment Barriers in Emerging Equity Markets", en: *The World Bank Economic Review*, Vol 9, No. 1, Enero. pp. 75-108.

Buckberg, Elaine. (1995). "Emerging Stock Markets and International Asset Pricing", en: *The World Bank Economic Review*, Vol 9, No. 1, Enero. pp. 51-74.

Caballero Carlos. El Estado y el Mercado de Capitales: Frustración Pasada y Optimismo sobre el Futuro. Septiembre de 1995.

Carrasquilla, Alberto (1992), "Estabilización Macroeconómica y Tasas de Interés en Colombia: Se agotó otro modelo? en Astrid Martinez (editora), **Apertura: Dos años después**, Asobancaria.

Carrizosa, Mauricio (1986) **Hacia la Recuperación del Mercado de Capitales en Colombia**, Bolsa de Bogotá-Editorial Presencia.

Claessens, Stijn, Susmita Dasgupta, y Jack Glen. (1995). " Return Behavior in Emerging Stock Markets" en: *The World Bank Economic Review*, Vol 9, No. 1, Enero. pp. 131-152.

Corporación Financiera Internacional (1995) **Emerging Stock Markets Factbook** (varios números).

Demirgüc-Kunt, Asli y Ross Levine (1995). "Stock Markets and Financial Intermediaries: Stylized Facts", presentado en la conferencia **Stock Markets, Corporate Finance, and Economic Growth,** Banco Mundial, Washington.

Econometría (1995) "Estudio sobre la Concentración Accionaria en Colombia". Superintendencia de Valores, mimeo, mayo.

Fernández Riva, Javier (1995), **Adquisión de Empresas y Grupos Económicos**, ANIF, junio.

Harvey, Campbell (1994(o 1995)) "The Risk Exposure of Emerging Equity Markets". **World Bank Economic Review**, Jan 1995. Vol 9, No. 1.

Hommes R. Rudolf (1984), "Evolución Histórica del Mercado de Acciones en Colombia," documento presentado al Seminario sobre Underwriting de Valores.

Hommes R. Rudolf (1989), **La Banca de Inversión en Colombia: Hacia un Mercado Moderno de Capitales**, Corporación Financiera del Valle.

Hoshi, Takeo, A. Hashyap y D. Scharfstein, 1991, "Corporate Structure, Liquidity, and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups," **Quarterly Journal of Economics**, febrero, 33-59.

Ibáñez, Jorge Enrique (1990) "La Reforma de 1951," en **El Banco de la República: Antecedentes, Evolución y Estructura**, Banco de la República, Bogotá.

Jaramillo, Felipe, Cristina Lanzetta y Edgar Trujillo (1995) "El Sector Financiero en la Economía Colombiana," mimeo, Misión de Estudios del Mercado de Capitales.

Korajczyk, Robert A. (1995). "A Measure of Stock Market Integration", presentado en la conferencia **Stock Markets, Corporate Finance, and Economic Growth,** Banco Mundial, Washington.

Krugman, Paul, (1994), **Peddling Prosperity. Economic sense and nonsense in the ages of diminished expectations**, Norton & Co., New York-London.

Levine, Ross y Sara Zervos (1995), "Policy, Stock Market Development and Long-Run Growth", presentado en la conferencia **Stock Markets, Corporate Finance, and Economic Growth,** Banco Mundial, Washington.

López, Alejandro(1995), "Las Ultimas Décadas: Un proceso lento e interrumpido de liberación financiera," **Revista del Banco de la República**, febrero, 808, LXVIII.

Lora, Eduardo y Natalia Salazar (1995), "Los Inversioniostas Institucionales y el Mercado de Capitales", mimeo, Misión de Estudios del Mercado de Capitales.

Meisel, Adolfo (1990) "De la Inflación de la Posguerra a la Bonanza Cafetera," en **El Banco de la República: Antecedentes, Evolución y Estructura**, Banco de la República, Bogotá.

Ossa, B. Nicolás (1990), **El Mercado de Capitales en Colombia: Evolución y Perspectivas** Bolsa de Bogotá..