

FUNDAMENTACION TEORICA DE LA REGULACION
DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

Xavier Freixas
Documento 89-13

Tabla de contenidos

I. Introducción	3
1. Teoría de la regulación	5
1.1 Origen de los límites del mercado	5
1.2 Modalidades de la regulación	9
1.3 Costes y límites de la regulación	11
1.4 Principios generales de regulación ...	12
2. Regulación de la actividad bancaria	14
2.1 El sistema bancario en un universo desregulado	15
2.2 Consecuencias de la emisión monetaria de los bancos regulados	20
2.3 Regulación eficiente de la actividad bancaria	25
3. Regulación en los mercados de valores	31
3.1 Regulación bajo información perfecta ..	31
3.2 Información imperfecta	33
Conclusión	38
Bibliografía	40

El movimiento de desregulación financiera que se ha producido en el curso de las dos últimas décadas es sin duda alguna, el fenómeno principal que ha afectado la actividad de los mercados financieros, marcando la pauta en los movimientos internacionales de capital. La extensión y la profundidad de la desregulación ha sorprendido no sólo a las autoridades financieras y monetarias sino también a los mismos especialistas de la teoría de la regulación. Aunque este fenómeno deba ser, también, analizado desde un punto de vista histórico y político, la dimensión fundamental del problema es de orden económico: se trata de determinar hasta qué punto es interesante regular un mercado, bajo qué condiciones, y con qué modalidades, para poder examinar si el movimiento de desregulación ha generado una mayor eficiencia o si, por el contrario, ha creado una mayor inestabilidad de los mercados financieros.

Los avances recientes de la teoría económica hacen que sea hoy posible examinar de forma rigurosa la justificación teórica de la regulación de los mercados, en general, y en particular su aplicación a los mercados financieros. Efectivamente, los desarrollos del análisis de los mercados financieros, de la economía industrial y de la teoría de la información asimétrica constituyen un cuadro conceptual particularmente propicio al estudio de la regulación. Por ello, es oportuno analizar los principios de la regulación de los mercados financieros intentando efectuar una síntesis de las principales ideas que justifican su regulación con el fin de concluir de un modo coherente, su necesidad en algunas situaciones, y su carácter arbitrario en otras.

1. Teoría de la Regulación

Cuando el equilibrio competitivo es eficiente, la regulación es innecesaria, por lo que ésta se justifica tan sólo cuando el mercado no consigue alcanzar la asignación de recursos deseada (Market failure). Ello puede ocurrir por distintas razones. Por una parte, puede no existir un equilibrio competitivo en el mercado; por otra, el equilibrio de mercado puede existir pero de tal forma que no implica intercambio entre los agentes, por lo que los agentes no lo utilizan (thin market) y, por último, la asignación de recursos derivada del equilibrio competitivo puede no ser eficiente. La regulación se justificará, pues, para resolver las dificultades creadas en estas situaciones. La instauración de la regulación de un mercado conlleva costes: por una parte resulta en una estructura de mercado que facilita la coordinación no competitiva de los agentes; por otra puede resultar también en una disminución en el nivel de actividad cuando los agentes tienen la posibilidad de efectuar sus transacciones en otros mercados no regulados.

1.1 Origen de los límites del mercado

La incapacidad del mercado de asignar los recursos de modo eficiente puede hallar su origen en fenómenos de muy distinto orden, pero que podemos agrupar en tres grandes categorías: una primera, constituida por los fenómenos originados por una estructura de mercado no competitiva; una segunda, por los que se deben a la ausencia de mercado, y una tercera por los que hallan su origen en la información imperfecta.

creación de mercados sólo consigue llegar a una situación no competitiva y, también, ineficiente.

Los aspectos informacionales son fundamentales en la determinación de la posible eficiencia del mercado, como se ha demostrado recientemente. La teoría de la información asimétrica ha caracterizado dos tipos de situaciones, las de selección adversa selección (adverse selection) y de riesgo moral (moral hazard) que afectan el comportamiento de los agentes en un mercado competitivo.

En una situación de selección adversa, un agente no informado se halla frente a agentes bien informados. El equilibrio del mercado puede, en tal caso, ser completamente diferente del que se obtendría bajo información perfecta. El ejemplo clásico de equilibrio con selección adversa es el propuesto por Akerloff en su célebre artículo sobre el mercado de automóviles de segunda mano, en el cual los vendedores están bien informados sobre la calidad del vehículo que han utilizado mientras que los compradores sólo conocen la calidad media de los vehículos en venta en el mercado. El precio de equilibrio refleja la calidad media del mercado, pero los vendedores cuyos automóviles tienen una calidad superior a la media del mercado se retiran del mismo prefiriendo conservar su vehículo. Con ello la calidad media del mercado disminuye y disminuye también el precio llevando a más y más vendedores a abandonar el mercado, con lo que el único equilibrio que se obtiene corresponde a una situación en la que nadie compra y nadie vende vehículos de segunda mano, lo cual constituye un ejemplo de mercado sin transacciones.

1.2 Modalidades de la regulación

Regular es imponer un límite a la capacidad de acción de una empresa, por lo cual las posibilidades de regulación son extraordinariamente diversas. Dada la diversidad de las formas de regulación es interesante proponer una clasificación de las mismas, como lo sugieren Kay y Vickers (1988), que distinguen la regulación de estructura y la regulación de comportamiento.

En la regulación de estructura se determina la organización del mercado, se fijan barreras a la entrada (por ejemplo un nivel de capital mínimo, o un nivel mínimo de competencia profesional). La separación funcional es una de las formas típicas de la regulación de estructura. En la separación funcional se fijan las actividades que puede realizar cada empresa, y las que no puede realizar. (El Glass-Steagall Act que instituye la separación entre los bancos comerciales y los bancos de negocios constituye un ejemplo típico de separación funcional). La regulación de estructuras se asemeja a la imposición de un marco competitivo, por lo que, a veces, puede eliminarse de este modo la ineficiencia del mercado. En cambio, la regulación de comportamientos, implica una relación principal-agente entre las empresas y el organismo regulador; en consecuencia, los problemas de información asimétrica se plantearán únicamente en la regulación de comportamientos y no en la regulación de estructura. La razón por la que, a pesar de sus ventajas, no se utiliza siempre la regulación de estructura es porque ciertas actividades generan externalidades importantes entre ellas, por lo que los costes de una separación funcional pueden ser muy elevados.

clara tendencia a imponer barreras a la entrada para conservar sus rentas de monopolio (Shaked y Sutton (1981)).

En la regulación de las empresas, debemos subrayar que no hay razón alguna por la que deba tratarse a todas las empresas del mismo modo. La teoría de los incentivos propone un marco más amplio en el que se propone una multiplicidad de contratos entre los que la empresa escoge. Así, por ejemplo, un banco puede pagar más o menos caro un seguro de depósito en función de su nivel de recursos propios. La regulación uniforme será, en general, ineficiente.

1.3 Costes y límites de la regulación

En el análisis de la regulación es importante recordar que su aplicación implica un coste que no estriba tan sólo en el coste material de organización de la legislación sino, sobre todo, en el coste que puede tener la obtención de una estructura de mercado no competitiva que se crea como consecuencia de la regulación. Estos desarrollos tienen su origen en la evidencia empírica obtenida por Stigler y Friedland (1962), que demostraron que el efecto de la regulación en el sector de la energía eléctrica, en el que la hipótesis de monopolio natural parece razonable, no era el esperado de una disminución de las tarifas. Ello condujo a pensar que la regulación servía los intereses de los productores creando "cartels" cuando difícilmente hubieran podido ser organizados éstos sin la coordinación del organismo regulador (Stigler(1971), Posner(1971), Pelzman(1976)). Ello dio lugar a la "capture theory" que examina la regulación desde un punto de vista positivo. Esta tesis describe correctamente la situación en que se encontraba el sector del

Por ello, hay que realizar un análisis del tipo coste-beneficio en el cual se comparará la asignación del mercado no regulado con la asignación de la mejor forma de regulación dados 1) su coste de organización y de posible estructuración oligopolística 2) la información disponible por la agencia de regulación 3) los incentivos que se generan para los agentes implicados.

La consecuencia de este enfoque es que, en primer lugar, es importante abstenerse de regular mercados en los que la distorsión en la asignación de recursos no es muy importante y, en segundo lugar, cuando existen pocas externalidades entre actividades, la separación funcional es la mejor forma de regulación, puesto que limita el riesgo moral, el poder de monopolio y el coste de la regulación.

regulación monetaria toma cada vez más la forma de intervenciones en los tipos de interés con un ajuste endógeno de los agregados monetarios relevantes, puede objetarse que la regulación coyuntural de la actividad bancaria no es absolutamente indispensable, y que el coste de dicha regulación puede ser mayor para la sociedad en su conjunto que el coste de otras políticas monetarias alternativas. Por otra parte, el movimiento de desregulación que se ha producido en los últimos años, así como la aparición de nuevos instrumentos financieros y de un riesgo importante en las operaciones contabilizadas fuera del balance hace que los aspectos prudenciales de la regulación sean, actualmente, particularmente relevantes.

Para tener una visión coherente del problema que se plantea, es interesante empezar analizando el funcionamiento de un sistema bancario sin regulación, lo que nos permitirá examinar hasta qué punto las formas de regulación existentes en el sistema bancario pueden justificarse, desde cuál de los dos puntos de vista mencionados, coyuntural o prudencial, y qué formas de regulación alternativa serían posibles.

2.1 El sistema bancario en un universo desregulado

Toda entidad bancaria tiene un doble papel en la actividad económica, puesto que, por una parte, efectúa servicios de transferencia de derechos entre individuos y, por otra, es un intermediario financiero, emitiendo deuda sobre sí mismo y comprando deuda sobre otros agentes económicos, siendo estas dos funciones complementarias. Desde el punto de vista de la modelización de un sistema bancario no regulado, es este segundo tipo de actividad el que nos interesa examinar.

eficientes. Dicho teorema establece que, en un mercado de capitales perfecto, no hay influencia del modo de financiación sobre las operaciones de inversión realizadas, tanto por una empresa como por una entidad financiera. Efectivamente, en un mercado de capitales perfecto el valor de una empresa viene dado por los flujos de ingresos futuros que obtiene, y las decisiones de inversión son las que maximizan este valor, pudiendo financiarse éstas ya sea directamente en el mercado de valores o con financiación intermediada. Ello significa que si una entidad financiera aumenta sus depósitos y disminuye sus recursos propios, ni su cartera de préstamos ni su valor de mercado se alterarán. En cambio, la remuneración de sus depósitos deberá aumentar para compensar el riesgo más elevado que los depositantes asumen.

Este argumento se extiende también a un contexto en el que existen impuestos (Miller, 1977), en el que los depositantes no tengan las mismas posibilidades de inversión que los bancos, (si éstos tienen acceso a las mismas posibilidades de inversión sin efecto de clientela) e incluso en el que se regula la remuneración de los depósitos y en que se impone un coeficiente de reservas obligatorias. Efectivamente, la aplicación del teorema de Modigliani-Miller implica que la forma de equilibrio que se establecerá será (localmente) independiente de la estructura del pasivo de las entidades financieras.

En resumen, la tesis de Fama (1980) es la siguiente: un sistema bancario no regulado, en que los depósitos de cada banco tienen su propio nivel de riesgo y de remuneración, determina, en condiciones de competencia, una asignación de recursos eficiente.

el que las características de los bienes constituyen en sí mismas una de las variables. Efectivamente, la definición de las características de los bienes en la economía es entonces un bien público cuyo nivel tiene que ser óptimo. Este tipo de problema es el que origina la no optimalidad del equilibrio cuando existe un mercado de valores: la definición de las características de riesgo hace que éstas sean un bien público, por lo que no se satisfacen las condiciones del primer teorema de la economía del bienestar.

Al adoptar dicho enfoque, vemos que el argumento de Fama, aunque correcto, no es completamente relevante, puesto que un sistema bancario no regulado puede ser eficiente dadas las características de riesgo de los depósitos bancarios, pero un sistema bancario regulado puede ser unánimamente preferido porque las características de riesgo de los depósitos son mejores desde en punto de vista de los depositantes. Aunque el sistema bancario no regulado que describe Fama sea eficiente, debemos, pues, plantear la cuestión de la regulación como la posibilidad de convertir total o parcialmente los depósitos con riesgo, en dinero. Ello corresponde a la producción de un bien público, lo cual, ciertamente, tiene un coste pero aumenta también las posibilidades de inversión de los depositantes, puesto que la moneda bancaria así obtenida tiene posibilidades mucho mayores de ser transferida que el efectivo. El problema tiene que ser, pues, formulado en estos términos, por lo que la regulación bancaria aparece, precisamente, como el conjunto de reglas que hace que los depósitos bancarios tengan las características de la moneda del Banco Emisor.

reservas. Efectivamente, dado la convertibilidad de los depósitos para hacer frente a una demanda de efectivo por parte de los depositantes, la estrategia óptima de los bancos es mantener un exceso de reservas cuyo nivel depende del coste de obtener efectivo, es decir de la política más o menos acomodaticia que sigue el Banco Emisor, y del coste de oportunidad de las reservas. Por lo tanto la tesis de la expansión infinita de la masa monetaria no es defendible en tanto en cuanto los servicios que presta el efectivo no sean los mismos que los que generan los depósitos bancarios.

Por otra parte, el nivel de reservas puede tener un efecto en la volatilidad de los agregados monetarios, y por lo tanto en las variables macroeconómicas: inflación y, tipos de interés (vease Tobin (1983), Lindsay (1977) Cagan (1979) Santomero y Siegel (1985)). Sin embargo, no se ha comprobado empíricamente que un nivel de reservas más elevado pudiera implicar una menor variabilidad del nivel de precios y de la demanda agregada. El haber demostrado que existiría una menor inestabilidad de los agregados monetarios no es un argumento en sí mismo.

La conclusión general es, pues, que la desregulación afecta el comportamiento de las variables macroeconómicas y su respuesta a los shocks exteriores de una economía. Sin embargo, la dimensión macroeconómica es sólo un elemento de este problema, ya que la ausencia de regulación puede implicar una mayor flexibilidad, contrapartida de la mayor volatilidad, ventajosa para el conjunto de los agentes económicos.

razones de liquidez a pesar de ser el valor del activo superior al valor del pasivo, mientras que ello no puede ocurrir en la quiebra. Por ello es importante examinar cuáles son las formas de regulación que pueden eliminar el riesgo de crisis bancaria. Sin embargo, un banco también puede incurrir en una gestión ineficiente e incluso fraudulenta, por lo que existirán casos en los que la crisis bancaria puede ser una forma de poner fin a una situación de destrucción de recursos por parte de una entidad bancaria.

Diamond y Dybvig (1983) analizan esta situación utilizando un modelo en el que, en ausencia de regulación, un banco perfectamente rentable se enfrenta a una demanda de liquidez por parte de sus depositantes. En su artículo se demuestra que los contratos óptimos desde el punto de vista de la asignación del riesgo son vulnerables, puesto que pueden desencadenar una crisis bancaria. Concretamente, Diamond y Dybvig establecen la existencia de dos equilibrios de Nash, uno en ausencia de crisis bancaria y otro en el que ésta sí se produce. En el primero, cada depositante, sabiendo que los otros no van a retirar sus fondos, tiene como estrategia óptima mantener sus depósitos durante un período más con el que obtendrá una mayor remuneración de su inversión. De forma simétrica, en el segundo equilibrio de Nash, cada depositante prefiere retirar sus fondos inmediatamente, puesto que sabe que esta es la estrategia que siguen los otros depositantes, con lo que disminuirán los activos del banco y, por tanto, lo que cada depositante obtendría si esperase un período más. Como es habitual, la existencia de un equilibrio de Nash múltiple plantea un problema de coordinación entre los agentes, por lo que éstos escogerán un

niveles de riesgo que asumen no se reflejan en las primas que pagan.

Por último, debemos insistir en que las crisis bancarias tienen un efecto positivo cuando permiten precipitar la quiebra de instituciones poco eficientes. Este resultado, obtenido por Jacklin y Bhattacharya(1988), muestra que la regulación basada en un sistema de seguros debe completarse con un mecanismo de regulación de la quiebra bancaria. Por lo tanto junto con el sistema de seguro de depósito deberán imponerse límites al riesgo que puede asumir cada uno de los bancos que se acoja a este tipo de contrato.

2.3 Regulación eficiente de la actividad bancaria

En el análisis de las modalidades coherentes de la regulación, debemos considerar en primer lugar el seguro de depósito, puesto que sus propiedades de eficiencia ya han sido aquí demostradas, examinando después las otras modalidades habituales de regulación bancaria.

1) La primera condición es que el seguro de depósitos sea obligatorio, puesto que, de no ser así, cada depositante tendría tendencia a no asegurarse o a hacerlo lo más tarde posible, puesto que el seguro de los otros depositantes aumenta sus probabilidades de obtener un reembolso completo de sus fondos en caso de quiebra del banco. Ello implicaría pues que ningún depositante estaría asegurado.

En cuanto a saber si el seguro debe ser pagado por el banco o por el depositante, se trata de un problema irrelevante, puesto que la remuneración de los depósitos se ajustará para tener en cuenta el

hecho de que el coste lo asuman unos u otros.

La elección entre un organismo asegurador privado o público es delicada. Un sistema privado de seguros de depósito puede asignar mejor los riesgos, puesto que los agentes pueden comprar acciones de la compañía de seguros y puede también eliminar ineficiencias propias de los organismos públicos. Sin embargo se plantean dos problemas: por una parte, dicha compañía aseguradora debería tener el derecho de declarar la quiebra de un banco, lo cual, además de plantear un problema de orden jurídico, incentiva una tendencia a que dicha quiebra sea declarada demasiado pronto, cuando todavía hay posibilidades de que el banco pueda sanear su situación, dado que los costes no pecuniarios de la quiebra no incumben a la entidad aseguradora. El argumento a favor de un sistema de seguros público tiene por origen el hecho de que el reaseguro no elimina el riesgo sistemático, ya que, en caso de crisis sistémica, las compañías de seguros se hallarían en situación de quiebra. Por ello debe completarse el sistema de reaseguro con la actuación del Banco Emisor como prestamista en última instancia. Esta característica hace que pueda incluso defenderse la idea de que el prestamista en última instancia intervenga, a la vez, como compañía aseguradora, en cuyo caso el seguro de depósitos se convierte en un bien público que el prestamista en última instancia vende a los bancos.

Por último, la existencia de un seguro tiene un efecto sobre el tipo de proyectos que el banco financiará, problema típico de riesgo moral. Efectivamente, dado que en caso de quiebra el coste lo asume la compañía aseguradora, es óptimo desde el punto de vista del banco asumir más riesgos financiando proyectos más arriesgados y que en caso

propias a los bancos de negocios, por lo que este tipo de regulación no alcanza su objetivo.

5) La supervisión es una forma clara de obtener los datos necesarios para la evaluación de las primas del seguro de depósito, por lo que dicha regulación bancaria complementa el sistema compañía de seguros-prestamista en última instancia. Sin embargo, en su versión actual la supervisión no parece ser más efectiva en la prevención de las quiebras bancarias que el análisis estadístico, lo cual plantea un serio problema de eficiencia de la primera. (vease Sinkey y Pettway (1980)).

6) La limitación de los intereses sobre cuentas corrientes no tiene una justificación clara. Se ha afirmado que al tener menores costes los bancos concederían préstamos a tasas inferiores. Ello supone una confusión entre el coste medio de los recursos y su coste marginal, ya que sólo este último es determinante de los tipos de interés prestadores y no estará determinado por los intereses sobre la cuenta corriente sino por los tipos interbancarios. Por ello la limitación de los intereses ha contribuido a desarrollar servicios alternativos que los bancos puedan prestar a sus depositantes, siendo la proximidad de las agencias el más importante de ellos.

7) La imposición de coeficientes de inversión puede ser una forma de disminuir los riesgos de los préstamos bancarios, pero a veces ello se ha convertido en un instrumento de política industrial creando distorsiones importantes en el coste del capital en los distintos sectores de actividad económica. En realidad, la imposición de coeficientes de inversión puede descomponerse en un impuesto sobre

3. Regulación en los mercados de valores

La característica específica del mercado de valores reside en el hecho de que combina importantes asimetrías de información con aspectos próximos a los de la actividad bancaria. Por ello, el enfoque que a menudo se propone de la regulación en el mercado de valores, la de la protección del consumidor, que induce a pensar que este mercado puede ser analizado como un mercado de bienes cualquiera, puede llevar a un visión deformada de los problemas que se plantean. En realidad, la protección del inversor es una parte importante de la regulación, simplemente porque, de no existir en el mercado de valores una regulación que proteja al inversor, éste no participaría en el proceso de asignación de recursos.

La regulación del mercado de valores se diferencia de la de otros mercados incluso cuando no existe una situación de información asimétrica. Por ello es interesante exponer, primero, la justificación de regulación en dicho mercado en un contexto de información perfecta antes de examinar los problemas específicos que plantea la información asimétrica.

3.1 Regulación bajo información perfecta

Dejando a un lado los problemas de regulación clásicos, creados por la posible manipulación del mercado que es a veces posible para agentes con una importante capacidad financiera, se plantean varias cuestiones: por una parte, las transacciones entre un intermediario bursátil y un inversor pueden dar lugar a operaciones de crédito. Por otra parte, la posesión de un número crítico de acciones da una opción a

de los precios de las acciones (Friend (1979)). Ello puede sugerir que, anteriormente a la aplicación de la regulación de márgenes, los operadores en el mercado habían obtenido crédito a un coste inferior al coste real del mismo.

Los sistemas de regulación de los mercados de futuros y opciones corresponden también a la asunción de los costes reales por cada uno de los agentes. Cuando el sistema está correctamente diseñado, el riesgo de impagado es nulo. Como no siempre es así, la cámara de compensación asume dicho riesgo, por lo cual puede existir un riesgo sistémico, aunque de mucho menor importancia que el sector bancario.

El riesgo sistémico en el mercado de valores es más importante debido a la necesidad de tener un sistema de préstamos entre operadores, que hace que la quiebra de uno de ellos pueda desencadenar la de otros. Ello justifica la existencia de regulación en el mercado de valores, que puede tomar la forma de seguro o de una institución que recapitalice las instituciones afectadas por dicha quiebra¹ (Mayer (1989)), sin embargo, ésta sólo debe aplicarse a negociadores en el mercado, y no a instituciones de inversión colectiva.

3.2 Información imperfecta

La existencia de asimetrías de información en el mercado justifica la aplicación de modalidades de regulación con las que se limitan las consecuencias

¹Las restricciones existentes sobre el nivel de transacciones de los agentes en el parquet pueden justificarse también basándose en el riesgo sistémico, pero, de nuevo, un sistema de seguro con garantías en capital es, a la vez, más flexible y más eficiente.

contrariamente a la afirmación usual que presenta la regulación de las OPAs como una forma de protección del inversor. En realidad, la toma de control de una empresa por otra es una adquisición de derechos de voto que podemos representar como un mercado, el mercado de control de las empresas, con una demanda de control por parte de las empresas que plantean la OPA y una oferta de control por parte de los accionistas de las empresas que son el objetivo de la OPA. Si existe una competencia suficiente en el mercado de control de las empresas, el accionista que no haya vendido sus acciones respondiendo a la OPA obtendrá los mismos beneficios que el que lo haya hecho, puesto que el valor de las acciones debe reflejar el valor de los flujos de cash flows futuros. Por lo tanto, la regulación de las OPAs protege al inversor simplemente porque propone un marco legislativo propicio a la competencia entre las empresas interesadas por el control de la empresa objeto de la OPA inicial.

La necesidad de proporcionar una mejor información a los accionistas es patente en la regulación de las OPAs. Así, por ejemplo, en el Williams Act de 1968, se exige de la sociedad que lanza una OPA que informe a los accionistas sobre sus proyectos de reorganización de la empresa que quiere adquirir. Asimismo, se impone una duración mínima de la operación. El resultado es que el mercado de control de las empresas tiene un funcionamiento competitivo (Ruback (1983)), y que las primas pagadas en las OPAs han sido mayores a partir de la aplicación del Williams Act. (Jarrell y Bradley (1980)).

El problema del "insider trading" es más complejo, porque el insider se asemeja a un analista

regulación de las OPAs. Efectivamente, la empresa que lanza la OPA puede asociarse con otras para aumentar el número de acciones que adquieren antes de que la OPA sea declarada. Simultáneamente, el incremento de precio de la empresa objeto de la OPA aumentará el coste de la operación y desincentivará el lanzamiento de OPAs.

En definitiva, el funcionamiento correcto del mercado bursátil exige una forma de regulación específica de la información, que se superpone a la posible regulación necesaria a los mercados de valores. La eficiencia en la asignación de recursos implica que se fije un nivel mínimo de información sobre la actividad de la empresa, un mínimo de información sobre los proyectos de gestión alternativos cuando estos existen (OPAs) y una limitación en el uso de información privilegiada por parte de los "insiders".

disminución importante del mercado y de su liquidez. El mercado bursátil, en el que las cotizaciones pueden verse afectadas por la información de los "insiders" será particularmente sensible a estos fenómenos. Por ello, la regulación de la transmisión de información es también una condición sine qua non del funcionamiento eficiente del mercado.

BIBLIOGRAFIA

AKERLOF, G.A., The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism, The Quarterly Journal of Economics, vol. 84, 1970, p.488-500.

BALTENSPERGE E., DERMINE J. (1987) "Banking deregulation" Economic Policy, April, pp.63-109.

BARON, D. y MYERSON, R. (1982) "Regulating a monopolist with Unknown Costs" Econometrica, 50, pp. 911-930.

BENSTON G., EISENBEIS R., HORVITZ P., KANE E., KAUFMAN G. (1986) "Perspectives on safe and sound banking; past, present and future" MIT Press, Cambridge.

BINGHAM, T.R.G. (1988) "Los mercados de valores y la banca: algunas cuestiones en materia de regulación", Papeles de Economía Española, Suplemento sobre el sistema financiero, 21, pp. 39-51.

BLACK F. (1970) "Banking and interest rates in a world without money" Journal of Bank Research Vol. 91,3, June, pp. 401-419.

BAUMOL, W., (1982) "Contestable markets: An Uprising in the Theory of Industrial Structure" American Economic Review.

CAGAN, P. (1979). "Financial Developments and the Erosion of Monetary Control in Contemporary Economic Problems". American Enterprise Institute, Washington.

JENSEN AND MECKLING, (1976) "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure" Journal of Financial Economics, October.

JOHNSON (1968) "Problems of efficiency in a monetary management" Journal of Political Economy, 76, Sept/Oct, pp. 971-990.

KAY, J. y VICKERS, J. (1988) "Regulatory Reform in Britain" Economic Policy, october, pp. 286-351.

KING, M. y ROELL, A. (1988) "Insider Trading" Economic Policy, April 1988, pp. 165-193.

KIM, D. y SANTOMERO, A. (1988) "Riesk in Banking and Capital Regulation" The journal of Finance, Vol 43, N° 5, pp. 1219-1223.

KOEHN M. y SANTOMERO A. (1980) "Regulation of Bank Capital and Portfolio Risk" Journal of Finance 35 (December pp. 1235-44.

LAFFONT, J.J. y TIROLE (1986) "Using Cost Observation to Regulate Forms" Journal of Political Economy, 94, pp. 614-641.

LANCASTER, K., (1966) "A New Approach to Consumer Theory" Journal of Political Economy, April.

MAYER, C. "The regulation of Financial Services: Lessons from the U.K. for 1992" Documento City University Business School, Mayo.

MILLER, M., (1977), "Debt and Taxes" Journal of Finance 32, n°2, May pp. 261-75.

RUBACK, R.S. (1983) "Assessing Competition in the market for corporate acquisitions" Journal of Financial Economics, vol 111, pp. 141-154.

SANTOMERO, A.M. AND J.J. SIEGEL (1985). "Financial Deregulation and Monetary Policy". Paper prepared for the Carnegie-Rochester Public Policy Conference.

SHAKED, A. y SUTTON, J. (1981) "The Self Regulating Profession", Review of Economic Studies, 48, pp. 217-34.

SINKEY, PETTWAY (1980) "Establishing on-site bank examination priorities: an early-warning system using accounting and market information" Journal of Finance, 35, March, pp.137-150.

STIGLER, G.J., (1971) The Theory of Economic Regulation, The Bell Journal of Economics and Management Scienced, vol. 2, Spring, p. 3-21.

STIGLER, G.J., and FRIEDLAND C., (1962) "What Can Regulators Regulate? The Case of Electricity", Journal of Law and Economics, vol. 5, october, pp. 1-16.

STIGLER, G.J., (1971) "The Theory of Economic Regulation", Bell Journal of Economics and Management Science, vol.2, Spring, pp.3-21.

WALLACE, N. (1981) "A Modigliani-Miller Theorem for Open-Market Operations", American Economic Review.

WALLACE, N. (1983) "A Legal Restrictions Theory of The Demand for "Money" and the Role of Monetary Policy", Federal Reserve bank of Minneapolis Quarterly Review.