

altamente dependientes de financiamiento a través de deuda, lo que posiciona al mercado de capitales como plataforma de crecimiento para el desarrollo de los mismos. En vista de lo anterior, el presente artículo busca definir una línea de políticas con la finalidad de desarrollar el mercado de capitales peruano y propulsar el crecimiento económico en el mediano y largo plazo.

Fortalecimiento del Mercado de Capitales para alcanzar el Crecimiento Económico en el Bicentenario

Luis Alfredo Ramos Osorio
Universidad de Lima

1. Introducción

El mercado de capitales en el Perú no ha logrado registrar un desarrollo acorde al ritmo de crecimiento de la economía en los últimos cinco años. En efecto, mientras la economía ha registrado un crecimiento promedio de 5% en el último quinquenio, los volúmenes negociados de los instrumentos de renta fija y variable han registrado una caída de 20%, determinando que el ratio de volúmenes negociados sobre el PBI se ubique en 3%, muy inferior a lo registrado en países de la región como Chile y Colombia donde dicho ratio se ubica en 87% y 220%, respectivamente. Asimismo, recientes estadísticas demuestran que cerca del 60% de las empresas más grandes del país no participan en el mercado de capitales peruano, lo cual resulta alarmante si consideramos que en Chile y Colombia la cifra se ubica en cerca de 30%. Este escenario ha motivado a proveedores de índices como MSCI a evaluar una reclasificación del mercado accionario peruano de mercado emergente a mercado frontera, lo que ha generado impactos negativos en el precio de los activos.

Si bien los impactos del limitado desarrollo del mercado de capitales se sienten en el corto plazo, las consecuencias más alarmantes se sentirán en el mediano plazo, toda vez que el desarrollo de mercado de capitales es condición necesaria para el crecimiento económico. En efecto, el crecimiento económico a tasas de 4.5% rumbo al bicentenario continuará impulsado por un ratio de inversión cercano al 25% del PBI, lo cual se realizará a través de un cambio en el patrón de inversión de minería a infraestructura. Tradicionalmente, los proyectos de infraestructura son

2. La receta para lograr el crecimiento económico rumbo al Bicentenario

En los últimos diez años, la economía ha registrado un crecimiento de cerca de 6% promedio anual, la tasa de crecimiento más alta desde la década de los 60. Los factores detrás de este crecimiento serían las altas de inversión y en menor medida, ganancias en productividad. En efecto, la capacidad de atracción de inversiones del Perú ha explicado la mayor parte del crecimiento económico en la última década. El avance de las inversiones en el país estuvo a su vez impulsado por el denominado súper-ciclo de los *commodities* que benefició a esta variable durante los años 2004 – 2012, impulsando principalmente la ejecución de grandes proyectos de minería.

El escenario actual dista mucho de lo vivido en los últimos diez años. Los beneficios del súper ciclo de los *commodities* acabaron, lo que ha deteriorado el dinamismo de la inversión en minería y por ende la inversión privada. Así, las compañías mineras han realizado ajustes en sus decisiones de inversión lo que las llevó a reducir la inversión en nuevos proyectos y limitar progresivamente los gastos en operación de minas lo que ha llevado a una contracción en la inversión minera de 25.5% en los últimos dos años.

En este nuevo escenario, la pregunta cae de madura: ¿Cuál es la receta para continuar creciendo? La respuesta nos remite a los conceptos clásicos del crecimiento económico desarrollados por Solow (1956), así como a trabajos empíricos realizados por Mankiw, Romer y Weil (1992). En efecto, realizando el cálculo de la contabilidad de crecimiento bajo el modelo de crecimiento neoclásico de Solow¹ se puede encontrar que, en el caso peruano, tasas de crecimiento económico de alrededor de 4.5% están explicadas por ratios de inversión/PBI de cerca de 25%, en línea con el 25% promedio registrado en los últimos diez años. En ese sentido, la macroeconomía clásica nos sugiere que en presencia de escenarios estables de crecimiento de los factores trabajo y productividad, la economía peruana debe alcanzar ratios de inversión/PBI de 25%

1 Se asume una productividad total de factores de 0.5% y un crecimiento del empleo de 2%, similares a la tendencia histórica. Adicionalmente se calibró el modelo con una productividad marginal de capital de 0.5 y una depreciación del 7% anual. Estos resultados concuerdan con otros estudios de la literatura del crecimiento económico en Perú.

para continuar en el sendero del crecimiento. En el actual escenario para la inversión en minería, los ojos de la política económica se enfocan en el desarrollo de la infraestructura.

En efecto, el Perú es uno de los países con mayor déficit de infraestructura en Latinoamérica, por debajo de países como Chile, México y Colombia. En estudios recientes elaborados por la Asociación para el Fomento de la Infraestructura Nacional (AFIN)², el déficit de infraestructura se estimaba en torno a los US\$ 159,549 millones, los cuales están concentrados principalmente en carreteras (US\$ 57,499 millones) y energía (US\$ 30,775 millones). En el 2014, el Perú inició una de las carreras de infraestructura más importantes en la región. En dicho año, la agencia de inversión Proinversión logró licitar cerca de US\$ 10,000 millones en proyectos de infraestructura, los cuales representan el mayor inventario de proyectos de infraestructura en los últimos años, alcanzando a cerca de 43% de la inversión adjudicada en los últimos diez años.

En este contexto, las actuales perspectivas para la inversión sugieren un progresivo cambio en el patrón de inversión en Perú de minería hacia infraestructura. Este nuevo escenario para la inversión genera nuevas dinámicas para la economía peruana. En primer lugar, el impacto directo del desarrollo de los proyectos de infraestructura permitirá que el ratio de inversión/PBI pueda mantenerse en niveles cercanos de 25%, lo que garantiza tasas de crecimiento económico cercanas al 4.5%. En segundo lugar, el desarrollo de proyectos de infraestructura beneficia al mercado laboral toda vez que la demanda por trabajo en la ejecución de estos proyectos es mayor a la registrada en minería. Siguiendo las recientes experiencias en ambas actividades, se puede concluir que los proyectos de infraestructura demandan alrededor de dos veces más trabajadores que los proyectos mineros. Finalmente, la mejora en el mercado laboral permite mejores dinámicas en los salarios e ingreso disponible en las familias, lo que impacta positivamente en el consumo de los hogares y termina por construir un círculo virtuoso en esta nueva dinámica de la inversión.

3. El rol del mercado de capitales en el desarrollo de la infraestructura

En vista del evidente cambio en el patrón de inversión en la economía peruana, es importante destacar los requisitos necesarios para lograr desarrollar los proyectos de infraestructura. La literatura destaca que dentro de los factores más relevantes para el desarrollo

de dichos proyectos de infraestructura se encuentra la robustez del mercado de capitales. En efecto, el mercado de capitales de un país se convierte en una plataforma de financiamiento para estos proyectos. En términos financieros, los proyectos de infraestructura son altamente intensivos en recursos, principalmente por el lado del endeudamiento. Siguiendo las recientes experiencias en los desarrollos de infraestructura en México, Brasil y Colombia³ se puede afirmar que la estructura de capital típica de un proyecto de esta naturaleza asigna un 70% a la deuda y un 30% a aportes directos de capital.

Partiendo del monto de inversiones licitado en el 2014, el desarrollo de los proyectos de infraestructura en Perú requerirán alrededor de US\$ 3,000 millones de financiamiento⁴, lo que equivale a un 19.1% del volumen de préstamos corporativos colocados en el 2015. A la luz de esta información, es clara la necesidad de fuentes de financiamiento no bancarias para estos proyectos. Las experiencias internacionales en los últimos 20 años sugieren que las compañías constructoras adjudicadas prefieren estructuras de financiamiento de largo plazo en el mercado de capitales. Así, experiencias en México y Brasil⁵ indican que, del porcentaje de financiamiento total, entre el 10% y el 35%, se encuentra financiado a través de bonos en el mercado de capitales los cuales son tradicionalmente ofertados a inversionistas institucionales locales y/o extranjeros. El momento de la emisión de estos instrumentos típicamente se realiza entre el año 2 y 5, fecha en la cual el proyecto tradicionalmente se encuentra en medio del proceso de construcción.

La reciente preferencia de las compañías de infraestructura hacia un mayor endeudamiento a través del mercado de capitales puede ser explicada por:

- a. **Flexibilidad en los plazos:** a diferencia de los préstamos bancarios, los bonos de infraestructura pueden estructurarse con distintos periodos de maduración que pueden variar desde 4 a 30 años. Sin embargo, dada la naturaleza de los activos involucrados las compañías constructoras prefieren plazos más largos alineados con la duración de la concesión. En ese sentido, los plazos se sesgan hacia periodos de 30 años. Estos plazos son a su vez altamente demandados por los actores institucionales, tanto locales como extranjeros. En efecto, la progresiva mayor relevancia de compañías de seguros y fondos de pensiones en la comunidad inversionista institucional determina que estos actores busquen instrumentos acordes

2 Presentados en el I Congreso Internacional de Infraestructura y Desarrollo en Lima el 2015

3 Se utilizó información pública del Banco Nacional de Desarrollo (BNDES), Agencia Nacional de Infraestructura (ANI) y la Secretaría de Comunicaciones y Transportes.

4 Declaraciones del presidente de COFIDE en *Peru Capital Markets Day*. Véase Gestión (2014)

5 Se utilizó información pública del Banco Nacional de Desarrollo (BNDES) y la Secretaría de Comunicaciones y Transportes.

con sus posiciones pasivas. Así, este tipo de compañías prefiere inversiones de plazos extensos lo que les permiten optimizar el uso de su capital, disminuir sus reservas y mejorar la rentabilidad de sus negocios.

- b. **Tasas de interés fijas:** a diferencia de los préstamos bancarios, los bonos de infraestructura pagan por lo general una tasa fija. Ello motivado principalmente por los demandantes de estos instrumentos, compañías de seguros y fondos de pensiones, quienes tienen comprometidos pasivos de largo plazo como pensiones y rentas vitalicias también en tasas fijas.
- c. **Calce de monedas:** a diferencia de los préstamos bancarios, los bonos de infraestructura tradicionalmente permiten que las compañías de construcción puedan calzar sus fuentes de ingresos con los pasivos. En efecto, al ser remunerados típicamente en moneda local y trasladar los efectos de inflación a las tarifas, las compañías encuentran favorable financiamiento a través de estos bonos. Asimismo, la demanda de los inversionistas institucionales, compañías de seguros y fondos de pensiones, se inclina también hacia activos con rendimientos en moneda local dada la estructura de sus pasivos de largo plazo.

Por otro lado, si bien la estructura de capital para los proyectos de infraestructura se inclina principalmente por el lado del endeudamiento, es importante destacar que las carreras largas de infraestructura en mercados poco desarrollados requieren además generar una plataforma para nuevas emisiones de capital. En efecto, el desarrollo de proyectos de infraestructura en países como Perú involucra grandes carteras de proyectos, los cuales suponen un universo interesante para las compañías constructoras locales y extranjeras. La participación en nuevos proyectos de infraestructura para estas compañías no solo requiere adecuada experiencia en ejecución de obras sino además sólidos balances, los cuales deberán comprometer para participar en nuevas licitaciones. De esta manera, si la carrera de infraestructura es extensa y la cantidad de proyectos lo amerita, las compañías de construcción buscarán en el mediano plazo alternativas para levantar capital accionario fresco que permita refrescar el balance y así continuar con su crecimiento. Por ello, la relevancia del mercado de capitales no acabaría únicamente en el fortalecimiento del mercado de deuda local, sino también en el fortalecimiento del mercado accionario, el cual surge como alternativa de financiamiento de largo plazo para las empresas directamente involucradas. Asimismo, dados los positivos encadenamientos de la infraestructura en la dinámica de crecimiento económico, la necesidad de aumentos de capital y financiamiento a través del mercado accionario alcanzará a compañías vinculadas directamente a la demanda interna, las cuales requerirán inyecciones de capital fresco para continuar aprovechando las oportunidades de crecimiento.

4. Problemática del mercado de capitales en el Perú

En los últimos años, la literatura financiera local ha realizado diversos estudios con la finalidad de identificar los principales escollos que limitan el desarrollo del mercado de capitales peruano. Siguiendo estos recientes análisis, la problemática del mercado de capitales en el Perú puede ser dividida en factores de oferta y de demanda.

4.1 Factores de Oferta

- a. **Tradicción empresarial de limitar el ingreso de nuevos inversionistas.** Las compañías peruanas históricamente se han mostrado reacias a participar en el mercado de capitales. Así, de las 300 compañías más grandes que operan en nuestro país solo un 40% participa en el mercado de capitales ya sea a través de la emisión de instrumentos de deuda o a través de la inscripción de sus acciones en la Bolsa de Valores de Lima (BVL). La razón detrás de ello se encuentra en el efecto sustitución que se produce entre los fondos obtenidos a través de los bancos y a través del mercado de capitales. En efecto, el acceso de fondos a través de préstamos bancarios es priorizado por las compañías debido a que gracias a ellos la empresa es capaz de obtener recursos financieros sin perjudicar su *status quo* a nivel de control en la toma de decisiones, cultura organizacional y divulgación de información hacia terceros. En ese sentido, la cantidad de empresas participantes en el mercado de capitales resulta limitada, situación que se mantiene en los últimos cinco años. Prueba de ello es que en este periodo, solo tres compañías han realizado emisiones públicas primarias por un monto de alrededor de US\$ 430 millones, lo que contrasta con los US\$ 1,900 millones emitidos en Chile y los US\$ 1,800 millones listados en Colombia.
- b. **Grupos controladores registran alta participación en el accionariado de empresas listadas en el mercado de capitales.** Las compañías listadas en la Bolsa de Valores de Lima ascienden a cerca de 213. De dichas empresas alrededor de 30 corresponden a empresas altamente seguidas por los inversionistas dados su tamaño y su mayor relevancia dentro del sector económico en el que participan. Adicionalmente, los inversionistas ajustan dicho grupo de empresas por un criterio que mide la capacidad futura de ingresar al accionariado de la compañía, lo que hace referencia al porcentaje de acciones libres en circulación. En efecto, dentro de la muestra de 30 compañías altamente seguidas por los inversionistas, solo 10 registran porcentajes de acciones libres en circulación mayores al 30%. Ello determina que el universo real de acciones en los que los actores del mercado puedan invertir es realmente acotado. La razón detrás de ello es,

al igual que en el acápite anterior, el interés de las compañías por mantener el control de la propiedad. Asimismo, este puede explicarse por las estrategias de los fondos de pensiones, los cuales tienen en muchos casos posiciones estructurales que se mantienen inalteradas por largos periodos de tiempo. Esto último es exacerbado además por la ausencia de incentivos en los fondos de pensiones para desmarcarse, aspecto que se discute en líneas más adelante.

c. **Altos costos de emisión en el mercado de capitales.** Los costos de emisión de instrumentos en el mercado de capitales representan una tarifa fija para el ingreso de nuevos participantes en este mercado. En ese sentido, para hacer asequible dicho ingreso, el tamaño de la emisión debe ser lo suficientemente grande para diluir el costo. Esta prerrogativa pone en desventaja a compañías de carácter mediano y pequeño las cuales dado el tamaño de sus balances y operaciones no necesitan y no pueden emitir cantidades de mayores de instrumentos de deuda o capital. Tradicionalmente, la tarifa para la estructuración de una emisión típica en el mercado de capitales oscila alrededor de los US\$ 200 mil, lo que incentiva a las compañías a lograr emisiones de cerca de US\$ 5 millones para que esta represente cerca de 1.0% en la tasa de interés anual. De esta manera, las compañías de tamaños más reducidos continúan inclinando sus opciones de financiamiento hacia los créditos bancarios, los cuales no requieren mayores gastos de estructuración.

4.2 Factores de Demanda

a. **Ausencia de cultura financiera en la clase media.** La participación de los inversionistas naturales o *retail* en los volúmenes negociados en activos de renta variable y fija asciende a menos de 13%. Este ratio ha registrado una significativa reducción en los últimos años producto de los bajos retornos de los activos y a la existencia de un efecto sustitución en la inversión de activos financieros y activos reales, provocando una gran demanda por estos últimos, particularmente por el lado de activos inmobiliarios. Si bien este fenómeno no es ajeno a otras realidades en la región, es importante señalar que la matriz de inversionistas *retail* en el mercado de capitales peruano sigue siendo baja comparada con lo registrado en países cercanos como Chile y Colombia, los cuales registran una participación de cerca de 23% en los volúmenes negociados. La razón detrás de esta menor base de inversionistas subyace en la limitada cultura financiera de las clases medias, las cuales no tienen conocimiento de los beneficios de invertir en el mercado de capitales. Así, dentro de la base de inversionistas pertenecientes a la clase media, solo un 10% decide destinar sus ahorros en instrumentos como acciones y/o bonos.

b. **Ausencia de correcto monitoreo de la competencia en los fondos de pensiones.** La ausencia de un correcto punto de referencia o “*benchmark*” para medir la rentabilidad de los fondos de pensiones genera consecuencias adversas sobre los rendimientos de los activos en el mercado de capitales peruano. En efecto, los fondos de pensiones son los principales actores dentro del mercado accionario y de deuda con una participación en los volúmenes negociados de 15%. En ese sentido, movimientos de estos grandes actores impactan significativamente sobre los precios de los activos en el mercado de capitales peruano. El movimiento conjunto de los fondos de pensiones es impulsado por la exigencia de una rentabilidad mínima igual al promedio de rentabilidad de la industria. Lo anterior, crea un inadecuado sistema de incentivos toda vez que los afiliados no son capaces de identificar a los mejores administradores de portafolio, lo que a su vez redundará en un limitado espacio para seleccionar correctamente los fondos de pensiones.

c. **Limitada flexibilidad en inversiones de los fondos de pensiones.** Los actores institucionales, principalmente los fondos de pensiones, están regulados de tal manera que su portafolio de inversión está concentrado en un número limitado de activos. En efecto, los criterios bajo los cuales la Superintendencia de Banca y Seguros (SBS) regula los portafolios se enfoca principalmente en el tamaño de las compañías y la liquidez de las mismas. A la fecha, los fondos de pensiones pueden invertir en una muestra de cerca de 30 compañías locales, lo que contrasta con el universo de 213 compañías listadas en la BVL. Ello determina que no solo los fondos no puedan aprovechar la oportunidad de obtener mayores rendimientos, sino que no permite desarrollar el mercado de capitales, toda vez que los flujos de inversión que podrían ser destinados a estas compañías terminan asignados a inversiones en el exterior, dado el actual contexto favorable para los mercados desarrollados y a la mayor flexibilidad del límite de inversión en el exterior, el cual se ha incrementado de 30% a 42% en los últimos cinco años.

5. Conclusiones: ¿Cuáles son las medidas para impulsar la mejora del mercado de capitales peruano?

Siguiendo la línea de análisis de los factores que explican la actual problemática del mercado de capitales peruano, en las siguientes líneas se esbozan las principales medidas de acción para lograr una mejora en la situación del mercado de capitales de cara al bicentenario.

5.1 Medidas de Oferta

- a. **Educación para la estructuración de emisiones.** El rol del regulador en la estructuración de emisiones debe ser más cercano hacia los participantes del mercado. En ese sentido resulta relevante que la Superintendencia de Mercado de Valores incremente sus esfuerzos por educar a las pequeñas y medianas empresas con la finalidad que estas puedan conocer los beneficios de ingresar al mercado de capitales. Este esfuerzo ha comenzado con un buen pie a través del Mercado Alternativo de Valores (MAV), sin embargo este buen inicio debe trasladarse no solo a instrumentos de renta fija de corto plazo, sino también al mercado bursátil donde el número de emisiones primarias sigue siendo escaso. Es importante señalar que el rol del regulador debe continuar a lo largo del proceso de estructuración de emisiones buscando absolver dudas durante el proceso y contribuyendo a lograr que las empresas puedan obtener el capital que requieren.
- b. **Facilitar el acceso de información al mercado.** Las compañías deben hacer denodados esfuerzos por alinearse adecuadamente a prácticas de Buen Gobierno Corporativo, las cuales buscan proteger a los inversionistas propugnando la divulgación correcta y oportuna de información material. Ello permitirá un mayor acercamiento de la comunidad inversionista local y extranjera, las cuales realizarán sus respectivos procesos de inversión con mayor facilidad valorando los riesgos de cada una de las empresas. Para ello, las compañías deberán adoptar progresivamente prácticas como la incorporación de directores independientes, creación de un área de relación con inversionistas, así como realización de días de inversionistas y analistas. La evidencia empírica señala que la adopción de prácticas de Buen Gobierno Corporativo por parte de las empresas es adecuadamente valorada por los inversionistas, lo que redundará en relativos premios con respecto a otras compañías con deficiencias en este aspecto.
- c. **Apertura de capital de empresas públicas.** La progresiva apertura en la Bolsa de Valores de Lima de empresas públicas resulta importante de cara a incrementar el número de emisores en el mercado de capitales. El impacto de esta medida no solo ampliaría el universo de inversión para los inversionistas, sino que redundaría en un mayor acceso a la información de estas empresas así como a un escrutinio más eficaz de las operaciones de las mismas.

5.2 Medidas de Demanda

- a. **Educación para fomentar ahorro.** La Bolsa de Valores de Lima de la mano con las Sociedades Agentes de Bolsa deben iniciar una campaña de marketing en favor del ahorro a través del mercado

de capitales. En efecto, las acciones de estos actores deben estar orientadas a la capacitación de los segmentos de clase media, los cuales destinan solo el 10% de sus ahorros al mercado de capitales. Para ello, la realización de seminarios informativos y capacitación directa en agencias, permitirá que los niveles de participación del segmento *retail* se incremente de 13% a 23% el cual resulta un nivel adecuado en comparación con otros países de la región.

- b. **Incentivo para fondos previsionales voluntarios.** Siguiendo la experiencia chilena, una manera de incentivar el ahorro a través del mercado de capitales es incentivando los fondos previsionales voluntarios. En efecto, en Chile estos fondos registran beneficios fiscales pudiendo generar créditos fiscales de impuesto a la renta. El fomento de la participación de inversionistas en fondos previsionales voluntarios permitirá un crecimiento de los activos bajo administración de los fondos de pensiones, los cuales en presencia de adecuadas alternativas de inversión permitirá engrosar el mercado de capitales local.
- c. **Flexibilización de requerimientos para fondos de pensiones.** En la medida que el universo de inversión para los fondos de pensiones es acotado, es necesario flexibilizar los requerimientos para ampliar dicho universo. En ese sentido, el regulador debería considerar flexibilizar los requerimientos por liquidez para invertir en determinadas compañías que hayan probado solidez en otros aspectos tales como gobierno corporativo, calidad operacional y fortaleza en balance. De esta manera, los fondos de pensiones no solo podrán obtener mayores rendimientos sino también podrán disminuir el riesgo dados los naturales beneficios por diversificación.
- d. **Creación de *benchmark* para fondos de pensiones.** Vigilar la adecuada competencia entre los fondos de pensiones, permitirá un menor impacto de su accionar sobre los precios de los activos, toda vez que estos actores representan gran parte de los flujos de deuda y acciones en el país. En ese sentido, es necesario la creación de un *benchmark* para los fondos de pensiones, el cual más allá de comparar el rendimiento con respecto a rendimiento promedio de la industria, deberá basar su análisis en un portafolio modelo que considere los factores relevantes en la selección de activos de cada uno de los fondos. De esta manera, se limitarán los incentivos de seguir un comportamiento similar entre los distintos fondos de pensiones lo cual no solo redundará sobre el mercado de capitales sino también sobre la rentabilidad de los aportantes.

6. Bibliografía

- Bekaert, G., Harvey C. R. y C. Lundblad (2006) *Emerging Equity Markets and Economic Development*. Journal of Development Economics.
- CEPLAN (2011) *Plan Bicentenario: Perú hacia el 2021*. Lima: CEPLAN.
- Clarke y Asociados (2007) *Análisis del mercado de capitales en el Perú*. Lima: Clarke y Asociados.
- CRA (2009) *Evaluation of the economics of the Financial Services Action Plan*. European Commission.
- Demirgüç-Kunt, A. y V. Maksimovic (2002) *Funding growth in bank-based and marketbased financial systems: Evidence from firm-level data*. Journal of Financial Economics.
- Gestión (2014) *Cofide evalúa participar en financiamiento de proyectos de infraestructura por US\$ 3,000 millones* Sección economía, 14 de agosto. Recuperado de Gestión en <http://gestion.pe/economia/cofide-evalua-participar-financiamiento-proyectos-infraestructura-us-3000-millones-2105697>
- Goldsmith, W. (1969) *Financial structure and development*. New Haven: Yale University Press.
- Dailami, M., y M. Atkin (2003) *Stock Markets in Developing Countries*. Washington: World Bank.
- Pomerleano, M. y R. E. Litan (2007) *The Future of Domestic Capital Markets*. Washington: International Monetary Fund.
- Mohtadi, H., y S. Agarwal (2005) *Stock Market Development and Economic Growth: Evidence from Developing Countries*. Milwaukee: University of Wisconsin-Milwaukee.
- Morris, F., P. Secada y J. Tovar (2008) *Análisis y propuestas de modernización del mercado de capitales en el Perú*. Presentación FIAP.
- R.N. Agarwal (2005) *Financial integration and capital markets in developing countries: A study of growth, volatility and efficiency*. New Delhi: Delhi University Enclave.
- Samuel C. (1996) *Stock Market and Investment - The Signaling Role of the Market*. Washington: World Bank.